



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Julkisen osakeyhtiön voitonjako ja
yksityishenkilöiden verotus - näkökulmia
osakesäästötiliin

Pro gradu -tutkielma
Tatu Manninen
Kevät 2018
Yritysjuridiikka

Julkisen osakeyhtiön voitonjako ja
yksityishenkilöiden verotus - näkökulmia
osakesäästötiliin

Pro gradu -tutkielma
Tatu Manninen
Kevät 2018
Yritysjuridiikka

Hyväksytty laskentatoimen laitoksella ___ / ___20___ arvosanalla _____



Aalto-yliopisto, PL 11000, 00076 AALTO
www.aalto.fi

Maisterintutkinnon tutkielman tiivistelmä

Tekijä Tatu Manninen

Työn nimi Julkisen osakeyhtiön voitonjako ja yksityishenkilöiden verotus – näkökulmia osakesäästötiliin

Tutkinto Kauppatieteiden maisteri

Koulutusohjelma Yritysjuridiikka

Työn ohjaaja(t) Tomi Viitala

Hyväksymisvuosi 2018

Sivumäärä 118

Kieli Suomi

Työn aiheena oli tutkia luonnollisten henkilöiden pörssilistattuihin yhtiöihin liittyvien tuottojen verotuksen eroavaisuuksia vertailumaissa. Työn tarkoituksena oli tuottaa koottua informaatiota valittujen vertailumaiden osake- ja sijoitussäästötileistä ja peilata tietoa Suomeen. Lisäksi tarkoituksena oli ehdottaa Suomelle osakesijoittamiseen kannustavaa osakesäästötilin mallia, joka huomioi lainsäädännön, vertailumaiden hyviä käytäntöjä, Suomen nykyistä veroilmastoa, sekä rahoitus- että veroteoriaa.

Työssä hyödynnettiin rahoitus- ja veroteoriaa, lisäksi suuntauduttiin tutkimaan erityisesti työn vertailumaissa käytössä olevia osake- ja sijoitussäästötilejä. Koska työssä pureudutaan pääsääntöisesti reaaliaikailman ilmiöihin, on kyseessä osaltaan empiirinen tutkimus. Työ nojaa myös teoriaan, jota käydään läpi tutkielman kappaleessa 2. Tutkielman ensimmäiseen tarkoitukseen vastaava osuus on työn 3. kappale, missä läpikäydään vertailumaiden ratkaisuja. Tältä osin tutkielman ote on deskriptiivinen, sillä työ esittää miten asiat nyt ovat, ja miltä ne näyttäytyvät aiheeseen liittyvän teorian valossa.

Työn vertailumaiksi valikoituvat Ruotsi, Norja, Tanska ja Viro. Tutkielma on otteeltaan laadullista, vaikka työssä esitettävässä simulaatiossa esitän vertailumaiden eroja myös numeerisesti. Vertailuosuudessa tutkimus toteutetaan tapaustutkimuksena. Työn toiseen tarkoitukseen vastaava osuus on otteeltaan normatiivista, sillä esitän mahdollisesti jatkuvien keskusteluiden pohjaksi mallia osakesäästötiliksi. Työn normatiivinen osuus esitetään työn 4. kappaleessa. Kommentoin työssä lyhyesti myös eri sijoitusmuotoja tutkineen työryhmän raporttia.

Työn keskeisiä tuotoksia ovat kootusti esitetty osake- ja sijoitussäästötilien vertailuosuus, sekä työssä ehdotetut punnitut mallit Suomen osakesäästötiliksi. Ilmeisenä johtopäätöksenä voidaan kansainvälisen vertailun jälkeen sanoa, että suomalainen osakesijoittaja on usein vertailumaiden osakesijoittajia epäedullisemmassa asemassa. Huomioitavaa kuitenkin on, että osakesäästötilien myötä hankintameno-olettama poistuu, joka voi olla epäedullista pitkäaikaisesti sijoittaville osakesäästäjille. Voidaan myös todeta, että osakesäästötili käyttöönottaessa – tullaan vähentäneeksi eri sijoitusmuotojen välillä vallitsevaa epäneutraalia verokohtelua, sekä vähentäneeksi ainakin pörssin sisäistä lukittautumisefektiä. Osakesäästötilin tullessa käyttöön, varallisuus allokoitui tehokkaammin sallittujen tuotteiden välillä, mikä oletettavasti vähentää epätehokasta varojen allokoitumista ja siten myös yhteiskunnalle syntyviä tehokkuustappioita.

Avainsanat osingot, sijoitussäästötili, osakesäästötili, verotus, luovutusvoitot

SISÄLLYSLUETTELO

Lyhenteet	0
1 Johdanto.....	1
1.1 Tutkimuksen tavoite	1
1.2 Lähtökohdat tutkimukseen	2
1.3 Keskeiset käsitteet ja teoriakehikko	4
1.3.1 Oikeuslähdeoppi	4
1.3.2 Verotusperiaatteet.....	7
1.3.3 Neutraali verotus	8
1.3.4 Lyhyesti rahoitusalan sääntelystä	8
1.3.5 Arvo-osuustili	9
1.3.6 Osakesäästötili.....	9
1.3.7 FIFO-periaate	10
1.3.8 Luovutusvoitto ja hankintameno-olettama	11
1.3.9 Arvopapereiden tuoton muodostuminen ja nk. Lock-in tilanteet.....	12
1.4 Tutkimustehtävä	14
1.5 Tutkimusmenetelmät ja käytetyt aineistot ja -rajaukset	15
1.6 Tutkimuksen rajaukset.....	17
1.6.1 Tuotteet ja sijoitusmuodot	17
1.6.2 Luonnolliset henkilöt tutkimuksen keskiössä.....	18
1.6.3 Maakohtaiset rajaukset	18
1.7 Periaatteet ja käytännöt.....	19
2 Julkisen osakeyhtiön voitonjaosta ja voitonjaon verotuksesta.....	21
2.1 Rahoituslähteen valinta.....	22
2.2 Pääoman tarve ja investointien rahoitus	25
2.3 Keskimääräisen pääoman kustannuksen muodostuminen.....	27
2.3.1 Oman pääoman kustannus	28
2.3.2 Vieraan pääoman kustannus	29
2.4 Voitonjaon politiikka	30
2.4.1 Voitonjaon irrelevanttisuus	32
2.4.2 Korkeiden osinkojen näkemys	33
2.4.3 Matalien osinkojen puolustus	34
2.4.4 Muut osinkopolitiikkaan uskotusti vaikuttavat seikat	35
2.5 Osinkoverotuksen vaikutukset.....	36
2.6 Modigliani-Miller teoria lyhyesti	40
2.7 Optimaalinen pääomastrukturi	41
2.7.1 Vipuvaikutuksen etuja ja haittoja	42
2.8 Luonnollisten henkilöiden saamien osinkojen verotus Suomessa.....	44
2.9 Lähimmät substitootit suorille osakesijoituksille	47
2.9.1 Sijoitusrahastot	48
2.9.2 Kapitalisaatiosopimukset.....	49
2.10 Veroteoriaa lyhyesti.....	51
2.10.1 Yhteiskuntataso	52
2.10.2 Yritystaso.....	53

2.10.3	Kotitaloustaso	55
2.11	Hyvä verojärjestelmä ja sen tehtävät	58
3	Kansainvälinen vertailu	60
3.1	Ruotsi.....	60
3.1.1	Yhtiötaso	60
3.1.2	Henkilötaso.....	61
3.1.3	Sijoitussäästötili Ruotsissa	62
3.2	Norja.....	65
3.2.1	Yhtiötaso	65
3.2.2	Henkilötaso.....	66
3.2.3	Osakesäästötili Norjassa.....	69
3.3	Tanska.....	74
3.3.1	Yhtiötaso	74
3.3.2	Henkilötaso.....	75
3.3.3	Osakesäästötili Tanskassa	75
3.4	Viro.....	79
3.4.1	Sijoitussäästötili Virossa	81
3.5	Vertailun koonti	83
4	Yhteenveto.....	85
4.1	Pääomatulojen ja osakesäästötilin verotuksen arvioinnista.....	86
4.2	Kaupankäynti.....	87
4.3	Sijoitustilien ja Suomen verojärjestelmän vertailu simulaatiossa	90
4.4	Osakesäästötili ratkaisuna.....	97
4.5	Suosituksset.....	101
4.5.1	Ensimmäinen malli.....	102
4.5.2	Toinen malli	106
4.6	Osakesäästötili veroteorian näkökulmasta.....	109
4.7	Osakesäästötilin mahdollisista vaikutuksista.....	111
4.8	Kommentti eri sijoitusmuotoja tutkineen työryhmän raporttiin	114
4.9	Lopuksi	118
	Lähteet	0
	Liitteet	10

Lyhenteet

BEPS	Base erosion and profit shifting
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta (24.6.1968/360)
HAO	Hallinto-oikeus
HE	Hallituksen esitys
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
LähdeVL	Laki rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta (11.8.1978/627)
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OYL	Osaakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
PL	Suomen perustuslaki (11.6.1999/731)
SEUT	Sopimus Euroopan unionin toiminnasta
TVL	Tuloverolaki (30.12.1992/1535)
VML	Laki verotusmenettelystä (18.12.1995/1558)

1 Johdanto

Tämän Pro gradu -tutkielman aiheena on julkisen osakeyhtiön voitonjako ja erityisesti jaetut osingot sekä niiden verotus Suomessa, että tämän työn vertailumaissa. Tutkielma pyrkii vertailemaan ja selvittämään nykyisiä verotuksellisten käytäntöjen eroja vertailumaissa.

Tutkimus jakautuu neljään kappaleeseen ja niiden alalukuihin. Kappaleista ensimmäinen on johdanto, jossa selitetään auki tutkimuksen tavoitteita, lähtökohtia ja keskeisiä käsitteitä. Työn toinen kappale käsittelee voitonjakoa julkisesta osakeyhtiöstä veroteorian näkökulmasta, lisäksi kappaleessa veroteoriaa käydään lyhyesti läpi eri taloudellisten yksikköjen näkökulmasta. Neljännessä kappaleessa toteutan vertailun valittujen vertailumaiden luonnollisten henkilöiden osakkeisiin liittyvien tuottojen verotuksesta. Viidennessä kappaleessa teen yhteenvedon vertailun ja veroteorian pohjalta, sekä ehdotan Suomelle käytettäväksi kahta mallia osakesäästötilistä - vertailumaiden hyvien käytäntöjen ja työssä läpikäyty veroteoria huomioiden.

Tutkimuksen aiheen käsittely mielekkäästi edellyttää ennen varsinaiseen pääongelmaan pureutumista aihepiiriin vaikuttaviin asioihin tutustumista. Tarkastelun alla on muun muassa yrityksen operaatioiden rahoitus, oman tai vieraan pääoman valinnan, voitonjaon ja voitonjaon tavan (omien ostot, osingot, reaalirosinko.) käsittelyä. Tämän jälkeen lopulta saavutetaan tutkimuksen informaatiota tuottava vertailuosa. Vertailuosuudessa käsitellään luonnollisten henkilöiden arvopapereihin liittyvien omistuksien johdosta saatujen tulojen verotusta vertailumaissa. Tutkimuksen uutta tietoa antava osuus on kuvailevaa, ja vastaa kysymyksiin mitä verotetaan ja millainen yksityishenkilöiden verotus on vertailumaissa.

1.1 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen tavoitteena on koota tietoa yksityishenkilöiden arvopapereiden omistukseen perustuvan voiton verotuksesta tämän työn vertailumaissa. Tavoitteena on tutkia ja vertailla eri maiden käytössä olevia malleja, sekä esittää ne kootusti. Vertailun pohjalta tavoitteena on arvioida eri mallien etuja ja haittoja, ja antaa punnittu aineistoon perustuva suositus tämän tutkielman tekijän mielestä hyvästä ja kannustavasta mallista Suomen osakesäästötiliksi. Toivon, että tutkielmani on riittävän selkeä, mielenkiintoinen, että helppolukuinen kaikille arvopapereita omistaville, että asiasta kiinnostuneille.

Ihanteellisimmalla tuloksella tutkielman tuloksia voidaan hyödyntää keskusteluissa lainsäädännön uudistamisesta, mikäli arvopapereista kertyvien tuottojen verotusta tulevaisuudessa Suomessa päätetään ryhtyä uudistamaan.

1.2 Lähtökohdat tutkimukseen

Keskustelua verotuksesta ja muun muassa sen oikeudenmukaisuudesta nousee ilmoille usein. Tämä ei ole ihme, onhan veronkanto koko valtion tulonsiirtojen perusta ja mahdollistaja. Yleisessä tiedossa on myös, että väärin suunnatut ja asetetut verot haittaavat taloudellista toimeliaisuutta, ja voivat siten olla yhteisesti haitallisia koko yhteiskunnalle.

Yritysten voitonjaosta, verotusta, ja muutoin tutkielman aihetta liippaavaa yleistä keskustelua on viime aikoina hallinneet vuodot, kuten Panaman paperit (3.4.2016)¹ ja niitä seuranneet Paratiisin paperit (5.11.2017)², että näiden johdannaiset mediassa laajemmin. Lisäksi keskustelua on käyty muun muassa pääministeri Juha Sipilän ns. sijoituskuoresta eli kapitalisaatiosopimuksesta (17.6.2015)³. Keskusteluissa on myös noussut esiin ns. pienten osinkojen verovapaus, kuten arvopaperin jutussa Osakesäästäjien keskusliiton toimesta (14.3.2017)⁴, ja Pörssisäätiön toimesta Kauppalehdessä kesällä 2017.⁵ Samaisessa Kauppalehden uutisessa sijoituskirjailija ja sijoitus- ja konsulttiyhtiö Cardia Invest Oy Ab:n toimitusjohtaja Tom Lindström nostaa esille pienten osinkojen verovapauden tilalle ns. sijoitustilin. Pienten osinkojen verovapaus oli myös pääministeri Sipilän hallituksen hallitusohjelman veropoliittisten linjausten selvityksen alla.⁶

Valtiovarainministeriön alainen Yritysverotuksen asiantuntijatyöryhmä kuitenkin torppasi selvityksessään pienten osinkojen verovapauden.⁷ Asiantuntijatyöryhmä katsoi, ettei asettamalla pienet osingot verovapaiksi saavutettaisi niitä tavoitteita, jotka verovapauden perustetuissa asian puolesta on esitetty. Asiantuntijaryhmä ilmaisee raportissaan myös

¹ Helsingin Sanomat (2016)

² Yleisradio (2017)

³ Ilta-Sanomat (2015)

⁴ Arvopaperi (2017)

⁵ Kauppalehti (2017)

⁶ Valtioneuvoston kanslia (2015) s. 5

⁷ Valtiovarainministeriö (2017a) s. 109

aiheellisesti huolensa kuvitteellisen ja yksipuolisen lain muutoksen, vain kotimaisiin piensijoittajiin kohdistuvan verohelpotuksen lainvastaisuudesta. Tällainen lakimuutos olisi vastoin - suhteessa Euroopan unionin perustamissopimuksen pääomien vapaan liikkuvuuden vapauteen kuuluvaan kansainvälisten tilanteiden syrjinnän kieltoon. Yksityishenkilöiden verotuksen uudistamiseksi on myös ehdotettu kaikkien osingon saajien verotusta huomattavasti nykyistä pääomaveroa alemmalla kannalla, kuten Talouselämän kommentissa Esko Rantanen (3.4.2013)⁸ siteeraa Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtajaa professori Timo Rothoviousta. Uusin trendi verokeskustelussa lienee osakesäästötili, joka on noussut keskusteluun tällä nimellä viimeistään vuonna 2017, josta esimerkkinä Kauppalehden pörssikolumnisti Henri Elon kolumni (25.9.2017).⁹ Istuva valtiovarainministeri Petteri Orpo asetti 2.6.2017 työryhmän arvioimaan eri sijoitusmuotojen verokohtelua, työryhmän toimikaudeksi määriteltiin 2.6.2017 – 31.3.2018.¹⁰ Taloussanomien uutisen (29.11.2017)¹¹ mukaan valtiovarainministeri Orpon (sic) asettama työryhmä selvittää myös sijoitussäästötilien toimintaa, mikä enteilee aiheen mahdollisuuksia ja tärkeyttä.

Tätä kappaletta kirjoittaessani 20. helmikuuta 2018 osinkojen verotukseen liittyvästä osakesäästötilistä on keskusteltu kuitenkin melko vähän. Google Scholar - palvelun ”osakesäästötili” haku ohjaa ainoastaan yhteen tulokseen, joka tosin ei käsittele aihetta. Haku ”sijoitussäästötili” ohjaa taas ”sijoitustili” tuloksiin, joilla tarkoitetaan lähinnä määräaikaista käyttelytilejä korkeampia korkoa tarjoavia sijoitus(talletus)tilejä. Osakesäästötiliä muistuttava, mutta nostorajoituksia sisältävä ja vain eläkesäästämiseen soveltuva pitkäaikaissäästötili (PS-tili) palauttaa 70 Scholar tulosta.

Termi osakesäästötili on ollut suomessa käytössä puhuttaessa tilistä, jonka sisällä sijoittaja pystyisi luovuttamaan ja hankkimaan osakkeita, ilman välitöntä veroseuraamusta. Osakesäästötilistä on käytetty myös termiä sijoitussäästötili, jolloin viitataan tiliin, jonka sisällä voitaisiin säilyttää myös muita arvopapereita kuin yhtiön omistukseen oikeuttavia osakkeita. Osakesäästötilistä käytävässä keskustelussa ei kuitenkaan mitenkään selvästi implikoida sitä,

⁸ Talouselämä (2013)

⁹ Elo (2017)

¹⁰ Valtiovarainministeriö (2017b)

¹¹ Ilta-Sanomat (2017)

että tilillä ei voisi säilyttää myös esimerkiksi rahasto-osuuksia. Käytän työssäni kumpaaakin termiä, mutta lähtökohtaisesti pitäydyn Suomen järjestelmästä puhuttaessa ainakin aiemmin tunnetummassa termissä, eli osakesäästötilissä. Kansainvälisessä vertailussa osa vertailumaiden malleista kääntyy suomeksi termiin sijoitussäästötili, minkä vuoksi myös tämä termi esiintyy tutkielmassa.

Eri sijoitusmuodot ovat luonnollisesti sijoittajia kiinnostavia. Verotuksen muodostaessa erilaisia kustannuksia eri sijoitusmuotojen välillä, tai niin sanottuja lukkiutumistilanteita (*Lock-in*), sijoittajien tulee olla kiinnostuneita niistä. Osakesäästötili on syystään pinnalla, mutta koottua ja tutkittua tietoa asiasta on niukasti. Suuri osa tällä hetkellä kirjoitetusta suomenkielisestä tiedosta perustuu myös eri eturyhmien julkaisuihin, jonka vuoksi myös aiheen kriittinen ja mahdollisimman puolueeton tarkastelu lienee tärkeää. Aiheen mielenkiinnon, mahdollisesti useisiin ihmisiin vaikutuksen ja erityisen relevanttisuuden vuoksi, päädyin valitsemaan tutkielman aiheekseni voitonjaon listatuista yhtiöistä ja siihen tiiviisti liittyen osakesäästötilin.

1.3 Keskeiset käsitteet ja teoriakehikko

1.3.1 Oikeuslähdeoppi

Pohjoismaisen oikeuslähdeopin mukaisesti oikeuslähteitä tulkitaan etusijajärjestyksessä huomioiden ensin vahvasti velvoittavat oikeuslähteet, jonka jälkeen heikosti velvoittavat oikeuslähteet ja lopulta sallitut oikeuslähteet. Määttä (2014) huomauttaa, että pohjoismaista oikeuslähdeoppia ei sellaisenaan voida soveltaa suoraan kuten se alun alkaen on oikeusteoreettisessa kirjallisuudessa esitetty. Oikeuslähdeoppia sovellettaessa on ymmärrettävä unionioikeuden velvoittavuus omana vahvasti velvoittavana oikeuslähteenään, sekä Suomen perustuslaki.¹² SEUT artiklassa 4.3 vilpittömän yhteistyön periaatteen mukaisesti sekä jäsenvaltiot, että unioni kunnioittavat ja avustavat toisiaan perussopimuksista johtuvia tehtäviä suorittaessaan. Jäsenvaltiot sitoutuvat toteuttamaan kaikki ne yleiset, että erityistoimenpiteet jotka vaaditaan - jotta unionin toimielinten säädöksistä ja

¹² Määttä (2014) s.13-14

perussopimuksista johtuvat velvoitteet jäsenvaltioissa tulevat täytetyksi. Lisäksi jäsenvaltiot pidättäytyvät toimenpiteistä, jotka voivat vaarantaa unionin tavoitteiden toteutumisen.¹³

Lojaaliperiaate voidaan jakaa positiiviseen ja negatiiviseen. Positiivisen lojaliteettiperiaatteen mukaisesti jäsenvaltiot implementoivat EU:n lainsäädännön tarvittavassa laajuudessa, jotta EU:n asettamat velvoitteet tulevat täytetyksi. Negatiivisen periaatteen noudattaminen tarkoittaa sitä, että jäsenvaltiot pidättäytyvät säättämästä lakeja ja muista mahdollisista toimista, jotka ovat vastaan EU:n asettamia velvoitteita.¹⁴ Lojaliteettiperiaatetta noudatettaessa, kotimainen lainsäädäntö on asetettava alisteiseksi EU lainsäädännölle. Näin ollen EU lainsäädäntö kipuaa hierarkiassa vahvasti velvoittavaksi oikeuslähteeksi.

Osaltaan oikeuslähdeoppi perustuu hierarkiassa alemmat lait ohittavaan velvoittavamman lain etusijaisuuteen lakien ollessa ristiriidassa. Lex superior -periaatteen mukaisesti Suomen PL voi syrjäyttää verolait ja laajemmin lain säännöksiä, alempien lakien ollessa ristiriidassa peruslain kanssa. Lex specialis -periaatteen mukaisesti myös erityislait voivat syrjäyttää yleislain, mikäli yleislaki on ristiriidassa erityislain kanssa.¹⁵ Lex posterior -periaatteen mukaisesti aiemman oikeusnormiston ollessa ristiriidassa uudemman oikeusnormiston kanssa – on lähdettävä siitä, että uudempaa oikeusnormistoa priorisoidaan aiemmin säädettyä tärkeämpänä.¹⁶ Näin toimittaessa lainsäätäjän viimeisin tahto, joka on säädetty aina uudemman tiedon jo ollessa käytössä - tulee paremmin huomioiduksi.

Vahvasti velvoittavaa oikeuskäytäntöön on perinteisesti luettu laki ja maan tapa. Nykyisin kategoriaan on lisättävä unionioikeus, johon jäsenvaltioiden omat kansalliset lait ovat alisteisia. Suomen PL sivuuttaa verolain, mikäli verolaki on ristiriidassa sen kanssa. Näin ollen kansalliset verolait ovatkin vahvasti velvoittavia oikeuslähteitä vasta toissijaisesti, heti unionioikeuden sekä perustuslain jälkeen.¹⁷ Heikosti velvoittavaa oikeuskäytäntöä ovat muun muassa korkeimman hallinto-oikeuden (jäljemmin KHO) julkaistut ratkaisut. Hallituksen esitykset, joilla on runsaasti painoarvoa KHO:n ratkaisuissa kuuluvat myös heikosti

¹³ SEUT Artikla 4.3

¹⁴ Määttä (2014) s.183

¹⁵ Määttä (2014) s. 137

¹⁶ Määttä (2014) s.140

¹⁷ Määttä (2014) s.318-319

velvoittavaan oikeuslähteen kategoriaan. Määttä (2014) jatkaa, että ongelmallisemmaksi tulee määrittely heikosti velvoittavan ja sallitun oikeuslähteen välillä muun muassa pohdittaessa KHO:n julkaisemattomien päätösten asemaa, HAO:n julkaistuiden päätösten asemaa, sekä keskusverolautakunnan ennakkopäätösten asemaa.¹⁸

Heikosti velvoittavat lain esityöt voidaan jakaa kolmeen etusijaisuus järjestykseen. Ensisijaisesti heikosti velvoittavaksi lasketaan eduskunnan valiokuntien verolakia koskevat mietinnöt. Toissijaisesti heikosti velvoittavaksi katsotaan hallituksen verolakia koskevat esitykset. Viimesijaisesti heikosti velvoittavaksi lakia koskevat toimikuntien, komiteoiden ja työryhmien mietinnöt.¹⁹ Sallituiksi oikeuslähteiksi lasketaan oikeuskirjallisuus, -periaatteet ja seuraamusargumentit. Seuraamusargumentteja arvioitaessa vastataan kysymykseen: minkälaisia käyttäytymismalleja tulkintavaihtoehdot voivat synnyttää. Käyttäytymismalleista valitaan se, joka tulkitsee parhaiten lainsäätäjän esimerkiksi kyseisen lainsäädännön mietinnöissään laille asetettuja tavoitteita.²⁰ Sallituiksi oikeuslähteiksi lasketaan myös Verohallinnon ohjeet, jotka seuraavat korkeimman hallinto-oikeuden päätöksiä.²¹ Tutkittaessa vero-oikeutta ei oikeuslähdeoppia voi liioin korostaa. Tutkimuksen keskeisiä käsitteiden kehikoita on liiketoiminnan rahoituslähteen valinta yksinkertaisimmassa muodossaan, voitonjaon teoria ja nykyinen verolainsäädäntö. Tutkielmassa pureudutaan osaltaan myös vahvasti velvoittaviin Suomen verolakeihin ja niihin vaikuttaviin EU tason lainsäädäntöön.

Tutkielma tehdään yritys juridiikan maisteriohjelmassa ja tutkielmassa noudatetaan ensisijaisesti yritys juridiikan Pro gradu -tutkielmille tyypillistä lähestymistapaa ja lähteiden kirjoa. Koska aiheeseen erottamattomasti liittyvä niin kutsuttu osakesäästötili, on Suomessa vasta idean, keskusteluiden ja selvityksen tasolla ja ei sellaisenaan koskaan ollut käytössä – painottuu tutkielman lähteet sallittuihin lähteisiin. Vertailumaiden aineisto painottuu luotettaviin, mutta pääosin sallittuihin lähteisiin. Muun muassa Tanskan tulevaisuudessa käyttöön otettava osakesäästötiliä tutkittaessa oli turvauduttava hieman yritys juridiikan

¹⁸ Määttä (2014) s.14-15

¹⁹ Määttä (2014) s.160

²⁰ Määttä (2014) s.15

²¹ Määttä (2014) s.265

normista poiketen, toissijaisiin lähteisiin. Tutkielma painottuu ehkä hieman tavallista yritys juridiikan tutkielmaa enemmän teoria-aineistoihin.

1.3.2 Verotusperiaatteet

Valtiot pyrkivät laajentamaan verotusvaltaansa laajalle täyttääkseen fiskaaliset intressinsä. Verotuksen alueellinen ulottuvuus on historian saatossa käytännössä ratkaistu kolmen pääperiaatteen mukaan. Periaatteet ovat asuinvaltioperiaate, lähdevaltioperiaate ja kansalaisuusperiaate.²²

Asuinvaltioperiaatteen mukaisesti verovelvollista verotetaan siinä maassa, jossa verovelvollinen asuu. Periaatteen mukaisesti verottava valtio, verottaa valtiossa asuvia henkilöitä riippumatta siitä ovatko he saman valtion kansalaisia, tai missä valtiossa heidän varallisuutensa sijaitsee tai mistä valtiosta he saavat tulonsa. Asuinvaltioperiaate on nykyisin useissa valtioissa verotuksellinen pääperiaate.²³

Lähdevaltioperiaatteen mukaisesti tuloa verotetaan siinä maassa, missä varallisuus on, tai mistä maasta verovelvollinen saa tulonsa. Lähdeveroperiaatteen mukaisesti verottava valtio verottaa maasta peräisin olevia tuloja - riippumatta siitä, onko verovelvollinen maan kansalainen tai missä maassa tulonsaaja asuu. Nykyisin lähdeveroperiaatetta sovelletaan usein kehittyneissä maissa yhdessä asuinvaltioperiaatteen kanssa.²⁴

Kansalaisuusperiaatteen mukaisesti verovelvollista verotetaan siinä maassa, jonka kansalainen hän on. Nykyisin periaate on hieman vähämerkityksellinen, mutta esimerkiksi Yhdysvaltojen verotuksessa periaatteella on kuitenkin rooli muiden periaatteiden ohella. Suomessa verotus ei perustu kansalaisuusperiaatteeseen, vaan verotus Suomessa lähtökohtaisesti edellyttää joko asuinvaltio- tai lähdeveroperiaatteen ehtojen täyttymisen.²⁵

Periaatteista tärkeimmät eli asuinvaltioperiaate ja lähdeveroperiaate ovat Suomessa käytössä. Asuinvaltioperiaatteen mukaisesti valtio pyrkii verottamaan maassa asuvan luonnollisen tai juridisen henkilön tuloa, riippumatta siitä mistä hän on tulon saanut. Verotettavaksi voi tulla

²² Helminen (2016) s. 87

²³ Helminen (2016) s. 88

²⁴ Helminen (2016) s. 88

²⁵ Helminen (2016) s. 88-89

esimerkiksi suomalaisen luonnollisen henkilön ulkomailta saatu osinko. Osingon jakaneen yhtiön kotimaa saattaa myös haluta myös verottaa jaettua osinkoa. Tämän vuoksi maat usein haluavat soveltaa myös lähdeveroperiaatetta, jonka mukaisesti tulos tai osa tuloksesta tulee verotetuksi ennen asuinvaltiota jo tulon lähdemaassa. Voidaankin todeta, että kummankin periaatteen tarpeelle ja olemassaololle, että niiden yhteiskäytölle löytyy hyviä perusteluja.

1.3.3 Neutraali verotus

Linnakangas ja Myrsky (2010) luonnehtivat neutraalia verotusta lyhyesti sellaiseksi, että verotuksen ollessa neutraalia - verotus ei vaikuta verovelvollisen tekemiin päätöksiin. Toisin sanoen, verovelvollinen ei tee valintojaan esimerkiksi ei sijoitusmuotojen välillä verotuksen ohjaamana. Kun verotekijä ei vaikuta päätöksiin, verovelvollisen valinnat ovat puhtaita. Varojen allokointi suuntautuu neutraalissa tilanteessa sinne, minne markkina eli esimerkkinä verovelvollinen haluaa ne suunnata. Verotuksen vaikutuksesta varoja saatetaan allokoida väärin kohteisiin, mikä johtaa tehokkuustappioihin. Tämä johtuu siitä, koska huonompia investointeja priorisoidaan parempien ohi – niiden verovelvolliselle tuoman verotuksellisen edun vuoksi. Lopulta huonommat investoinnit laskevat investointien keskimääräistä tuottoa, joka heikentää kansantaloudellista kasvua. Neutraalilla verotuksella pyritään mahdollisimman pieneen päätösten ohjailuun, koska verotus on aina omiaan vaikuttamaan taloudellisia päätöksiä tekevien käyttäytymiseen.²⁶ Neutraalilla verotuksella poistetaan verotekijän vaikutus subjektin päätöksistä. Neutraliteetin vallitessa verotuksellinen ohjailu on poistettu, ja markkina allokoi varoja.

1.3.4 Lyhyesti rahoitusalan sääntelystä

Tyypittelyllä on tärkeä rooli pankki- ja luottolaitostoimintaa koskevassa lainsäädännössä, jossa toisistaan erotetaan rahoituslaitokset, luottolaitokset, talletuspankit sekä eräät muut yritystyyppit. Pankki- ja rahoituslalla toimivalla yrityksellä on laajimmat toimintamahdollisuudet silloin, kun yhteisöllä on talletuspankkitoimilupa. Luvan omaava yhteisö voi muun muassa harjoittaa arvopaperikauppaa ja muuta arvopaperitoimintaa. Sääntelyä ja sallittuja toimialoja käsitellään Laissa luottolaitostoiminnasta 610/2014.

²⁶ Myrsky ja Linnakangas (2010) s. 1-2

Rahoitusalan toimintaa Suomessa valvoo Finanssivalvonta yleisenä valvontaviranomaisena.²⁷ Rahoitusalan sääntelyä täydentää myös laki arvo-osuustileistä, laki arvo-osuusjärjestelmistä sekä muun muassa arvopaperimarkkinalaki.

1.3.5 Arvo-osuustili

Arvo-osuusjärjestelmä on luotu tehostamaan arvopapereiden vaihdettavuutta. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevat arvopaperit ovat kirjattu arvo-osuusjärjestelmään. Nykäsen ja Rabinän (2006) mukaan arvo-osuudet ja sijoitusrahasto-osuudet ovat lajiesineitä. Käytässä kauppaa arvo-osuuksilla, osapuolille on yhdentekevää mitkä yksittäiset arvopaperit hän saa, kun oleellista on määrä. Arvo-osuudet eivät ole yksilöitävissä, vaan kirjauksia omistajan arvo-osuustilillä. Sijoitusrahasto-osuudet ovat kuitenkin ainakin teoriassa eriteltävissä toisistaan.²⁸ Arvo-osuustili on oikeushenkilön omistama tili, jossa hänen puolestaan säilytetään hänen omistuksessaan olevia arvopapereita. Oikeushenkilö voi avata oman arvo-osuustilin palveluntarjoajan kanssa, jolla on Finanssivalvonnan myöntämät asian hoitamiseen edellytetyt toimiluvat.

Ei-ammattilaisen sijoittajan eli sijoitustoimintaa ei ammattimaisesti harjoittavan yksityishenkilön kannalta oleellista voi teoriassa olla myös sijoittajien korvausrahasto. Sijoittajien korvausrahasto voi korvata tietyissä tilanteissa yksityisille sijoittajille menetyksiä enintään 90 % ja maksimissaan 20 000 euroon asti, mikäli sijoittajan palveluntarjoaja ei pysty suoriutumaan velvoitteistaan sijoittajan suhteen.²⁹

1.3.6 Osakesäästötili

Tässä tutkimuksessa osakesäästötilillä tarkoitetaan sellaista osakesijoittamisen muotoa, jossa yksityishenkilön nykyinen arvo-osuustili muutettaisiin arvo-osuustilin omistajan toiveesta tai ns. suljetuksi tiliksi. Tässä työssä käsiteltävä osakesäästötili eroaa arvo-osuustilistä siten, että sen sisäisiä transaktioita tai mahdollisesti myös sen sisälle maksettuja osinkoja tai pääoman palautuksia tai niihin rinnastettavia tuottoja - ei verotettaisi välittömästi, kuten tällä hetkellä on

²⁷ Wuolijoki ja Hemmo (2013) s. 13, 17, 21 ja 57.

²⁸ Nykänen ja Rabinä (2006) s. 160-161

²⁹ Finanssivalvonta (2018a)

tapana. Osakesäästötilin lopullinen tuottojen verotus riippuu valittavasta mallista. Osakesäästötilin piirteitä omaavasta tilistä, joka sisältäisi myös muita omaisuuseriä käytetään myös termiä sijoitussäästötili.

1.3.7 FIFO-periaate

Osakkeenomistaja on voinut saada omistukseensa joko hankkimalla tai lahjana saman yhtiön saman osakesarjan osakkeita – jotka on hankittu eri aikana, josta usein seuraa osakkeiden eri hankintahinta. Tällöin, jos osakkeita ei myydä yhtenä kokonaisuutena kattaen kaikki osakkeet, on eri hankintamenojen käyttöjärjestys määriteltävä.³⁰ FIFO-periaate perustuu TVL:n 47 §, jossa säädetään, että arvo-osuustilillä säilytetyt omaisuuserät katsotaan luovutetuiksi siinä järjestyksessä, jossa verovelvollinen on ne hankkinut – jollei verovelvollinen muuta näytä.

First in, First out – ensimmäisenä sisään, ensimmäisenä ulos -periaatteen mukaisesti - käytäessä kauppaa jollakin arvo-osuustilillä olevista omaisuuseristä, veroseuraamukset riippuvat aina kyseistä omaisuuserää koskevasta hankintahinnasta. Luovutuksen tekijän mahdolliset luovutusvoitto tai -tappio ja niistä seuraavat verovaikutukset, lasketaan aina kauimmin omistetuista omaisuuseristä. Esimerkiksi jos henkilö on ostanut kahdessa erässä, eri transaktioina yhtä suuren kappalemäärän jotain tiettyä arvopaperia. Luovuttaessaan osakkeita ensimmäisen ostoerän hankintameno on perusta verotukseen - aina puoleen kappalemäärään asti. Mikäli luovutuksen kohteeksi päätyy yli puolet omistetuista osakkeista, on jälkimmäisenkin ostoerän hankintameno huomioitava verotuksessa, sen puolet kappalemäärästä ylittävältä osalta. FIFO-periaatteen vastakohta on LIFO-periaate (*Last in, First Out*), joka toimii päinvastaisesti Suomessa käytettävän FIFO-periaatteen kanssa.

FIFO-periaate voi omalta osaltaan vaikeuttaa hankintameno-olettaman käyttämistä. Mikäli samaa arvopaperia on hankittu myöhemmin, lasketaan niiden omistusaika aina kyseisen ostoerän hankintapäivästä lähtien. Tämä voi joskus johtaa lukittautumistilanteisiin.

³⁰ Kukkonen ja Walden (2009) s. 356-357

1.3.8 Luovutusvoitto ja hankintameno-olettama

Luovutusvoiton verotus on osa Suomen tuloverojärjestelmää. Luovutusvoittoverotuksen tarkoituksena on täydentää pääomatuloverotuksen vuotuisten tulojen, kuten osinkojen verotusta. Sillä, mikäli luovutusvoittoa eli pääoman arvonnousua ei verotettaisi samaan tapaan kuin muuta pääomatuloa – syntyisi insentiivi, ryhtyä toimenpiteisiin joilla pyritään nostamaan yritysvarallisuuteen sidottua pääoman tuottoa luovutusvoittona eikä esimerkiksi osinkoina.³¹

Luonnollisten henkilöiden henkilökohtaiseen tulolähteeseen liittyvän omaisuuden voitolliset luovutukset vastiketta vastaan ovat lähtökohtaisesti saajansa veronalaista pääomatuloa. Vastaavasti luovutusten tappiot ovat lähtökohtaisesti vähennyskelpoisia. Osa luovutusvoitoista on kuitenkin säädetty verovapaaksi, jolloin symmetriaa noudatellen myöskään tällaiset luovutustappiot eivät ole verovähennyskelpoisia.³² Esimerkkinä poikkeuksesta käy luonnollisten henkilöiden pienten myyntivoittojen verovapaus 1000 euroon asti kalenterivuosittain. Verovapaista luovutusvoitoista säädetään TVL:n 48 §.

Laskettaessa verotettavaa luovutushintaa, hinnasta voidaan vähentää voiton hankkimisesta aiheutuneita menoja. Tällaisia menoja on muun muassa myynnistä aiheutuneet kulut. Mikäli luovuttajalle on edullisempaa käyttää hankintameno-olettamaa, ei voiton hankkimisesta aiheutuneita kuluja voida vähentää.³³ Toisin sanoen ilman hankintameno-olettaman käyttöä - omaisuuden luovutusvoitto tai -tappio lasketaan TVL:n 46 § mukaan siten, että omaisuuden luovutuksesta saadusta hinnasta vähennetään poistamatta oleva osa omaisuuden hankintamenosta, sekä voiton hankkimiseen käytetty sallittavien menojen yhteissumma.

Hankintameno-olettamalla tarkoitetaan TVL:n 2 luvun 46 § pykälässä eriteltyjä 20 % ja 40 % prosentin laskennallisia hankintameno-olettamia. Muut kuin yhteisöt, avoimet yhtiöt sekä kommandiittiyhtiöt saavat hyödyntää aina 20 prosentin hankintameno-olettamaa. Korkeampaa 40 prosentin hankintameno-olettamaa voi hyödyntää, kun omaisuuden omistusaika ylittää 10 vuotta. Hankintameno-olettaman hyödyntäminen on omaisuuden luovuttajalle edullista, mikäli käytetty hankintameno-olettama ylittää luovutuksen kohteena olevan omaisuuserän todellisen

³¹ Eerola (2015). s.1

³² Nykänen ja Rabinä (2006) s. 23

³³ Ossa (2013) s. 143

poistomatta olevan euromääräisen hankintamenon yhdessä voiton tavoittelemiseen käytettyjen sallittujen kustannusten kanssa.

Mikäli omaisuus on saatu lahjaksi, katsotaan luovutuksensaajan hankintamenoksi lahjaverotuksessa käytetty verotusarvo. Mikäli tällaista hankintamenoa ei olisi, tulisi verotuksesta kaksinkertaista – sillä luovutushinnasta ei voitaisi vähentää mitään hankintamenoa.³⁴ Hankintameno määräytyy samaan tapaan myös osituksessa, säännös pohjautuu TVL:n 46 §.

Nykäsen ja Rabinän (2006) mukaan nimenomaisesti arvopapereiden luovutusvoittojen verotus muodosti noin 50 – 80 % kaikista luovutusvoittojen verotuksista vuosien 1992 ja 2004 välissä. Luovutusvoittojen kokonaismäärä oli ajanjaksolla suurin, kun pörssihiippu saavutettiin vuonna 2000.³⁵

1.3.9 Arvopapereiden tuoton muodostuminen ja nk. Lock-in tilanteet

Yksinkertaistettuna arvopapereiden tuotto muodostuu tavallisesti kahta kautta. Tuoton ensimmäinen osakomponentti on arvopaperin oletettu hinnannousu, joka pörssilistattujen osakkeiden kohdalle muodostuu markkinoilla eli pörssissä markkinatoimijoiden hinnoittellessa paperin sen kulloiseen oikeaan hintaan. Osakkeen arvonnousu voi syntyä yhtiön tuloksenteon kasvun kautta, tai osakkeen arvostuskertoimien kautta, tai niiden yhteisvaikutuksesta. Perinteisesti tuoton toinen komponentti on yhtiön sen omistajille jakama arvopaperin omistuksen johdosta maksettu korvaus, eli usein rahana maksettu osinko. Osinkoja voidaan toki maksaa reaali-osinkona tai myös yhtiön osakkeina. Aiemmin osingon tilasta Suomen lainsäädännön tehdessä sen ainakin lyhyellä aikavälillä kannattavaksi – tavatonta ei ollut, että osingon maksamisen sijasta osakkeenomistajille palautettiin heille kuuluvaa osakepääomaa.

Yksinkertaisen tuoton muodostumisen mallin lisäksi arvopapereilla on muutakin arvoa omistajilleen. Pääsääntöisesti osakkeet antavat omistajalleen jonkin osuuden äänivaltaa yhtiön toimintaan. Osakkeita voidaan myös lainata palkkiota vastaan, lisäksi osakkeita voidaan käyttää omistajansa vakuuksina, mistä saattaa olla panttaajalle taloudellista etua. Tutkielmassa

³⁴ Ossa (2013) s. 155

³⁵ Nykänen ja Rabinä (2006) s. 19-20

keskitytään yksinkertaiseen tuoton muodostumiseen, eikä arvopapereiden muutoin tuomiin etuihin juurikaan kiinnitetä huomioita.

Lock-in tilanteella tarkoitetaan tilannetta, jossa arvopaperin omistaja pidättäytyy osakeluovutuksesta, johon hän muutoin ryhtyisi - epäedullisen, vähintään väliaikaisen tiedossa olevan verorasituksen johdosta.

Kukkonen (2000) toteaa, että realisointiin perustuva luovutusvoittoverolla on myös Suomessa selkeä negatiivinen vaikutus luovutuksiin. Luovutusvoittoveroa voidaan pitää transaktiokuluna. Vanhemmat henkilöt ovat tutkimuksen mukaan suuremmassa lock-in tilanteessa, kuin nuoremmat. Kukkonen toteaa myös, että yksilön vauraudella oli positiivinen vaikutus yksilön toteuttamiin osakkeiden realisointeihin.³⁶ Eerola (2015) huomauttaa, että mitä suurempi on varallisuuserän arvonnousu – sitä suuremmaksi kasvaa varallisuuserän realisoinnin lykkäämisen hyöty omaisuuserän omistajalle. Toisin sanoen, omaisuuserän omistaja on valmiimpi hyväksymään yhä pienemmän tuoton nykyisestä omistuksestaan, tai toisaalta vaatii yhä suuremman odotetun tuoton omaisuuserän vaihtoehtoissijoitukselta. Juuri tällä tapaa lukittautumisefekti voi aiheuttaa resurssien epäoptimaalista kohdentumista.³⁷ Huomionarvoista on, että mitä suurempi on omaisuudelle kertynyt arvonnousu, sitä suuremmaksi lukittautumisefekti kasvaa. Osaltaan ongelmaa lievittää ainakin hieman jo aiemmin esitetty hankintameno-olettama.

Realisointiin perustuvaa arvonnousun verotuksen perustetta on usein perusteltu sillä, että realisoinnin yhteydessä investoinnista luopuneen riski on täysin poistunut, ja realisoinnista saadut tulot liittyvät kiinteästi realisoituun omaisuuteen.³⁸ Argumentti lieneekin usein totta, mutta jättää tavallaan ainakin osaltaan huomioimatta jotkin omaisuuserän mahdolliseen suojaukseen liittyvät transaktiot. Esimerkkinä lukittautumisefektistä käy myös arvopapereiden sijasta, oman asunnon luovutusvoiton verottomuus. Kun TVL:n 2 luvun 48 § mukainen määrätty kahden vuoden asumisajanjakso on täyttynyt. Mikäli asunnon arvo heti miten sen hankkimisen jälkeen on noussut, tällöin lukittautumisefekti kannustaa asumaan asunnossa niin

³⁶ Kukkonen (2000) s. 154-155

³⁷ Eerola (2015) s.1-2.

³⁸ Torkkeli ja Kukkonen (2017) s. 50

pitkään, että kahden vuoden ajanjakso täyttyy - jolloin mahdollinen luovutusvoitto on veroton.³⁹ Eerola (2015) toteaa, että lukittautumisefekti on voimakkaampi, kun arvonnousu on suurempi. Toisaalta lukittautumisefekti Kukkosen (2000) mukaan on voimakkaampi vanhemmilla ihmisillä. Lukittautumisefekti voi koskea kuitenkin kaikkia ikä- ja varallisuuserroja. Esimerkiksi pienten myyntivoittojen verottomuus, voi aiheuttaa lukitusvaikutuksen henkilölle, joka on jo luovuttanut omaisuuttaan verovapaaseen rajaan asti, ja on muutoin tyytyväinen portfolionsa allokointiin - mutta haluisi vähentää samana vuonna joidenkin papereiden painoa portfoliossaan. Ongelma onkin yhteinen. Lukittautumiseffektin johdosta syntyvä varojen epäoptimaalinen allokointi johtaa kertaantuessaan yksityishenkilön kokeman hyvinvointitappion jälkeen - toissijaisesti yhteiskunnan hyvinvointitappioon. Tämän vuoksi on tärkeää tarkastella malleja, jossa ongelma voitaisiin poistaa tai ainakin pienentää.

1.4 Tutkimustehtävä

Tutkimustehtävänä on tarkastella luonnollisten henkilöiden verotusta, koskien heidän listatuista julkisista osakeyhtiöistä saamista tuotoistaan. Yksityishenkilöiden verotusta tarkastellaan Suomessa ja vertailumaissa Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa sekä Virossa. Tarkastelussa ja pohdinnoissa huomioidaan niin verotus- kuin rahoitusteoriaa. Erityisesti tarkastelun alla on vertailumaissa käytössä olevat osake- ja sijoitussäästötilit.

Tutkimusongelmaksi määrytyi vertailumaiden ratkaisujen ja suomalaisen verokäytännön pohjalta esittää suomelle malli osakesäästötilistä. Osakesäästötilin mallia rakentaessa on otettu huomioon tavoite osakesäästämisen kannustettavammaksi tekemisestä. Tämän työn tuotoksena tutkimusongelmaan vastataan esittämällä suomelle kahta osakesijoittamiseen kannustavaa osakesäästötili mallia.

Hirsijärvi et. al. (2014) jakavat tutkimuksen tarkoituksen neljään luokkaan: kartoittavaan, selittävään, kuvailevaan ja ennustavaan. Kuvailevaan tutkimukseen vastaava tutkielma esittää tyypillisesti tarkkoja kuvauksia tutkittavasta aineistosta. Aineiston mielenkiintoisimpien asioiden dokumentaatio ja esiin nostaminen liittyvät vahvasti kuvailevaan tutkimukseen.⁴⁰ Tämän tutkimuksen asetelmana on osaltaan kuvaileva ja osaltaan kartoittava.

³⁹ Eerola (2015). s.2

⁴⁰ Hirsijärvi, Remes ja Sajavaara (2004) s. 129-130

1.5 Tutkimusmenetelmät ja käytetyt aineistot ja -rajaukset

Empiirisen tutkimuksen kohteena on jokin reaalimaailman ilmiö. Teoreettisessa tutkimuksessa kohteena voi olla tieteenalan käsitteet, näkökulmat tai teorian ongelmat.⁴¹ Hyvin onnistunut empiirinen tutkimus tuottaa parhaimmillaan hyvää ja luotettavaa deskriptiivistä informaatiota. Deskriptiivisellä tutkimuksella viitataan tutkimukseen, joka pyrkii esittämään miten asiat ovat. Normatiivisella tutkimusintressillä taas viitataan tutkimukseen, joka pyrkii esittämään miten asioiden tulisi olla. Normatiivinen tutkimus sijoittautuu osaltaan filosofien tutkimuksen alueelle.⁴² Tämän tutkielman otteena on empiirinen tutkimus, ja erityisenä kohteena on erilaiset osake- tai sijoitussäästötilit vertailumaissa. Tutkimuksen intressi on deskriptiivinen, koska tutkimus pyrkii kuvaamaan tarkasti, miten asiat ovat. Työn lopussa esitän vaihtoehdon osakesäästämistä kannustavammaksi tekevästä osakesäästötilistä. Vaihtoehdon esittäminen osaltaan siirtää työtä myös normatiiviseksi. Ehdotus perustuu olemassa olevaan rahoitus- ja veroteoriaan, tunnistettuihin aihetta koskeviin ongelmiin, hyviin käytäntöihin sekä lainsäädäntöön.

Tutkimusstrategiana käytetään tapaustutkimus strategiaa, joka yksi kolmesta traditionaalista strategiasta. Hirsijärven, Remeksen & Sajavaaran (2004) mukaan tapaustutkimukselle on tyypillistä yksityiskohtaisen tiedon löytäminen. Intensiivistä tietoa pyritään löytämään yksittäisestä tai toisiinsa yhteydessä olevasta pienestä joukosta. Tapaustutkimusstrategiaa voidaan hyödyntää muun muassa, kun kiinnostuksen kohteena on prosessit. Yksittäistä tilannetta tai tapausta tutkitaan yhteydessä ympäristöönsä. Tyypillistä on myös, että tutkimuksen aineistoin hankinnassa saatetaan käyttää useampi metodeja. Tutkimuksen tavoitteena on usein ilmiöiden kuvaaminen.⁴³

Empiirinen tutkimus voidaan jakaa teorialähtöiseen ja aineistolähtöiseen tutkimukseen. Aineistolähtöisessä mallissa teoria tai malli pyritään luomaan kerätyn aineiston pohjalta.

⁴¹ Uusitalo (1991)

⁴² Holma ja Hyytinen (2015) s. 222 ja 225

⁴³ Hirsijärvi et al. (2004) s.125-126

Teorialähtöisessä mallissa hyödynnetään jo olemassa olevaa teoriaa, joka omaltaan vaikuttaa myös aineiston valintaan ja hankintaan.⁴⁴

Laadullinen tutkimus on aineistolähtöistä analyysia. Aineiston määrä voi käytännössä olla rajatonta, tämän vuoksi tutkimuksen punnittuihin ja perusteltuihin rajauksiin on hyvä käyttää aikaa.⁴⁵ Kiviniemi (2007) luonnehtii laadullista tutkimusprosessia tutkijan oppimisprosessiksi. Tällöin tutkija pyrkii ymmärtämään jatkuvasti tutkimaansa aihetta tai ilmiötä paremmin ja kasvattamaan tietoisuuttaan aiheesta. Pääasiallisena tutkimusvälineenä on tutkija itse. Tutkimusprosessin ja mahdollisen asettelun muuttuessa ei aineiston keruuta välttämättä ole määritelty täysin lukkoon tutkielman alkaessa.⁴⁶ Kangasharjun ja Majapuron (2005) mukaan normatiivinen tutkimus pyrkii selvittämään, miten tulisi toimia, jotta saavutettaisiin jokin tavoite. Tutkimustyyppit eivät myöskään ole toisiaan poissulkevia, vaan saattavat sisältää piirteitä useammastakin tutkimustyyppistä.⁴⁷ Juuri näin on myös tämän tutkimuksen laita. Osaltaan tutkielma on kuvailevaa, sillä tutkimus esittää nykyisen verotuskäytännön vertailumaissa, toisaalta koko tutkielman ajan mukana on veroteoria.

Tutkielma on lähtökohtaisesti laadullinen tutkielma. Tarkastelussa olevien eri maiden sijoitusmuotojen vertailussa voi olla aiheellista testata asetelmia myös numeeristen esimerkkien kautta, jolloin eri sijoitusmuotojen edut ja haitat saadaan paremmin näkyviksi kuvitteellisten esimerkkien kautta. Yritysjuridiikan Pro gradu -tutkielmalle ensisijaisesti lähteiden valinnassa noudatetaan oikeuslähdeoppia. Aiheen tutkimisen ajankohdan ja tutkimisen mahdollistamiseksi, lähteet kuitenkin painottuvat sallittuihin lähteisiin.

Tutkimuksen aiheen valinta tapahtui joulukuun 2017 ja tammikuun 2018 välisenä aikana. Aihe rajauksineen ja menetelmineen asettui muotoonsa helmikuun 2018 alkupuolella. Kirjoitustyö alkoi myös helmikuun alkupuolella. Aineiston keräämiseen varattiin helmi- ja maaliskuu. Analyysiin varattiin maaliskuun lisäksi, kokonaan huhtikuu ja osa toukokuusta.

⁴⁴ Kangasharju ja Majapuro (2005) s. 14

⁴⁵ Eskola ja Suoranta (1998) s.19

⁴⁶ Kiviniemi (2007) s.76-77

⁴⁷ Kangasharju ja Majapuro (2005) s. 14-15

1.6 Tutkimuksen rajaukset

1.6.1 Tuotteet ja sijoitusmuodot

Tutkimuksessa rajataan ulos yrityksen kautta sijoittaminen arvopaperimarkkinoille. Lisäksi ulos rajataan sellaiset sijoitusmuodot, jotka sisältävät ehdottomia tai pääomaan nähden todella kalliita rajoituksia arvopaperien luovutuksissa. Käytännössä säästöinstrumenteista rajataan ulos puhtaat eläkesäästösopimukset ja vakuutetun henkilön sisältävät vakuutusinstrumentit. Sijoitusrahastoihin ja kapitalisaatiosopimukseen tutkimuksessa pureudutaan kevyesti ja ainoastaan Suomen näkökulmasta, koska tällä hetkellä ne toimivat lähimpinä substituuhteina suorille osakesijoituksille luonnollisen henkilön näkökulmasta. Tutkimuksessa tutkitaan yksityishenkilön luonnollisena henkilönä saamia tuottoja, sisältäen luovutusvoitot, että osingot – jotka on saatu kotimaisesta julkisesta osakeyhtiöstä.

Luonnollinen henkilö voi saada tuloja myös ulkomaalaisista arvopapereista joita hän omistaa. Tällöin kyseeseen tulee eri tulotyyppien erilainen kohtelu. Tulotyyppin valintaan vaikuttaa paitsi, se onko kyseessä vieraan pääoman tuotto eli korko, vai oman pääoman tuotto eli osinko. Ulkomaille maksettavaa osinkoa kuvataan termillä *cross-border-dividends*. Korkotuloa verotetaan usein ainoastaan sen saajan asuinvaltiossa. Ulkomaille maksettavasta osingosta kuitenkin usein peritään lähdevero. Mahdollinen lähdevero peritään siinä maassa missä osinkoa maksava yhtiö asuu. Lisäksi osingonsaajaa usein verotetaan myös hänen asuinvaltiossaan. Lähdeveron suuruus ja mahdolliset osingonsaajan verotuksen täydentyminen tai hyvittäminen tapahtuvat bilateraalisten tai laajempien verosopimusten ja kansallisen verolainsäädännön mukaan.⁴⁸

Verosopimukset käytännössä sisältävät aina osinkoartiklan, jonka avulla ratkaistaan osingon verotusoikeuden määräytyminen verosopimuksen osapuolten kesken. Osinkoartikla sisältää myös spesifin määritelmän siitä, mitä tuloa kohdellaan nimenomaisesti osinkona artiklaa sovellettaessa. Osingon määritelmä pohjautuu OECD:n malliverosopimuksen määritelmästä, jonka mukaan osinko on tuloa osakkeista, osuustodistuksista, kaivososakkeista, perustajaosuuksista tai näiden kaltaisista samantapaisista oikeuksista jotka oikeuttavat voitto-

⁴⁸ Helminen (2016) s. 307

osuuteen. Verosopimuksissa usein myös osingonsaajana, tarkoitetaan vain osingosta todellisen taloudellisen edun saajaa, mikäli osingon juridinen ja taloudellisen edun saaja eriävät.⁴⁹ Luovutusvoitot tulevat usein verotetuiksi laajasti saajansa kotimaassa, asuinvaltioperiaatteen mukaisesti. Tässä työssä keskitytään kotimaisen yhtiön kotimaiselle yksityishenkilölle jakamiin tuottoihin. Termi kotimainen mielletään tutkimuksessa myös traditionaalisesti siten, että sillä ei tarkoiteta laajemmin EU:ta, saati laajempaa ETA-aluetta.

1.6.2 Luonnolliset henkilöt tutkimuksen keskiössä

Yksityishenkilö voi harjoittaa arvopaperikauppaa ja/tai osakkeiden hallinnointia myös yhtiömuodossa. Pääsääntöisesti luonnollisen henkilön harjoittamaa arvopaperikauppaa ei kuitenkaan veroteta EVL:n mukaisesti. Mikäli henkilö ryhtyy harjoittamaan arvopaperikauppaa yhtiömuodossa ja yhtiön toiminta on päämuotoisesti arvopaperikauppaa, verotetaan yhtiötä ensisijaisesti EVL:n mukaan. Jos kuitenkin yhtiön harjoittama arvopaperikauppa on selvästi passiivista, yhtiö on yhden henkilön tai perheyhtiön hallussa, ja painottuu esimerkiksi vähä riskisiin sijoituksiin kuten asunto-osakkeisiin tai obligaatioihin – kasvaa todennäköisyys siitä, että liiketoiminta luetaan TVL:n mukaan verotettavaan tulolähteeseen. Tämä voi olla oleellista muun muassa aiemmin laajemminkin erinneiden tappioiden vähennysoikeussäännösten ja aikarajojen vuoksi.⁵⁰ Sijoitusyhtiön kautta harjoitettua sijoitustoimintaa ei käsitellä laajemmin.

1.6.3 Maakohtaiset rajaukset

Torkkelin ja Kukkonen (2017) mukaan taloudellisen integraatio on tehokkainta sellaisten maiden välillä, jossa vallitsee kulttuurinen, kielellinen ja samankaltainen sosiaalinen tausta ja jotka ovat maantieteellisesti lähellä toisiaan.⁵¹ Vertailuvaltioiksi valittiin tutut Suomea lähimmät valtiot, etäisyys ja yhteiskuntamallien samankaltaisuus huomioiden. Vertailuvaltioiksi valikoituivat Ruotsi, Norja, Tanska ja Viro.

⁴⁹ Helminen (2016) s. 311-312

⁵⁰ Kukkonen ja Walden (2009) s. 65-55

⁵¹ Torkkeli ja Kukkonen (2017) s.52

1.7 Periaatteet ja käytännöt

Oikeuslähteiden etusijaisuuden tunteminen on ensiarvoisen tärkeää, kun etsitään ratkaisua vero-ongelmaan. Mekaaninen perinteisen oikeuslähdeopin seuraaminen ei riitä verolakien tulkinnassa, koska tulkintojen variaatio on kasvanut EU-oikeuden kasvaneen aseman johdosta.⁵²

Neutraaliusperiaatetta ei mainita suoraan verolainsäädännöissä, se kuitenkin esiintyy ajoittain sekä lakien esitöissä, että oikeuskäytännössä. Määtä (2014) mukaan tämä nostaa neutraaliusperiaatteen sallittujen oikeuslähteiden joukosta ylemmäs heikosti velvoittavaksi oikeuslähteeksi. Huomiodessa neutraaliusperiaatetta, on tutkittava minkälaisiin vaikutuksiin neutraaliuden puute todennäköisesti johtaa.⁵³ Tällöin voidaan löytää erilaisia tilanteita, jossa toimijoiden on järkevämpää pysyä tai siirtyä johonkin tiettyyn tilanteeseen tai muotoon, mikäli verokohtelu on heille tällöin edullisempaa. Neutraaliuden puute, voi siten ohjata taloudellisten toimijoiden päätöksiä johonkin tiettyyn suuntaan, ja täten aiheuttaa esimerkiksi häiriöitä kilpailuun. Pitkittyessään häiriöt kilpailussa taas johtavat perinteisesti jonkin asteiseen hyvinvointitappioon.

Lainoppia on tulkittu perinteisesti lain sisäisen näkökulman kautta. Verolainsäädäntöä tutkitaan - kuin tuomarin tai lain soveltajan asemassa sitä käytettäisiin. Yhteiskuntatieteellisen näkökulmasta verojärjestelmää analysoidaan ulkoisen näkökulman kautta.⁵⁴ Myrskyn ja Linnakankaan (2010) mukaan osakkeenomistajien tuloveron ja osakeyhtiöveron suhdetta voidaan pitää klassisena veropoliittisena ongelmana.⁵⁵ Osakeyhtiöiden ja sen osakkaiden verotuksessa palataan usein kahdenkertaisen verotuksen dilemmaan.

Klassisessa menetelmässä osakeyhtiöt ovat itsenäisiä verosubjekteja, jolloin niiden tulot ja menot verotetaan itse yhtiöltä. Klassisessa menetelmässä syntyy kuitenkin kahdenkertainen verotus, jolloin yhtiön lisäksi yhtiön omistajia verotetaan erikseen. Menetelmään sisältää verotuksen separaation omistajien ja yhtiöiden välillä. Integrointiin perustuvassa yhtymämenetelmässä osakkaiden tuotto verotetaan osakkaiden tulona, riippumatta siitä onko

⁵² Määttä (2014) s.1-2

⁵³ Määttä (2014) s.292-293

⁵⁴ Määttä (2014) s.323

⁵⁵ Myrsky ja Linnakangas (2010) s.7

voitto jaettu ulos. Yhtymämenetelmässä pääoman tuottojen verotus menettää merkityksensä, siltä osin kuin kyseessä on jakamattomien voittovarojen aikaansaama osakkeiden arvonnousu. Osakkaan tuloverotuksen näkökulmasta on irrelevanttia, jaetaanko voittoa ulos vai ei - sillä yhtiön voitto luetaan osakkaan tuloksi. Tällöin itse yhtiön maksama yhtiövero on eräänlainen ennakonpidätys.⁵⁶ Tikan (1975) mukaan, uusklassisen talousteorian mukaisesti yhtiöveron kantaa lopulta yhtiön osakkaat. Tällöin voidaan myös olettaa, että kahdenkertaisen verotuksen lieventäminen ja lievennyksen suuruus vaikuttavat myös osakkeiden arvostukseen. Toinen näkökanta lähtee siitä, että vero vyörytetään yhtiön tuotteiden hintoihin.⁵⁷

Myrsky ja Linnakankaan (2010) mukaan klassisen menetelmän aiheuttamaa kahdenkertaista verotusta kevennettäessä yhtiötasolla, on valittavana osinkovähennysmenetelmä ja jaetun verokannan menetelmä. Osinkovähennysmenetelmässä jaettu osinko saatetaan vähennettäväksi joko kokonaan tai osin laskettaessa osakeyhtiön verotettavaa tuloa, kuten osin menetellään nykyisin esimerkiksi korkovähennyksissä. Jaetun verokannan menetelmässä osaa jaetusta voitosta koskee lievempi käytössä oleva verokanta.⁵⁸ Kahdenkertaista verotusta voidaan myös lieventää osakeyhtiön sijasta osakkaan tasolla. Menetelminä on muun muassa yhtiöveron hyvitysjärjestelmä tai osinkotulon vapauttaminen verosta. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä yhtiön maksamat verot voidaan vähentää joko kokonaisuudessaan tai osittain, lopulta osakkaan maksuunpantaviin osinkotuloihin liittyvistä veroista. Osinkotulon vapauttamismenetelmässä osakkaan saama osinkotulo voidaan vapauttaa joko kokonaan tai osittain verosta. Muina mahdollisina malleina Myrsky ja Linnakangas (2010) muistuttavat muun muassa osinkojen lopullisen lähdeveron mallista.⁵⁹ Suomessa on käytössä osittainen osinkotulon vapauttamismenetelmä. Ketjuverotuksen osalta, tutkielmasta on rajattu ulos yhtiöt osingonsaajana. Todettakoon kuitenkin, että yhteisöjen toisesta EU maasta tai ETA-alueelta asuvassa yhteisöltä saamat osingot eivät ole veronalaista tuloa. (EVL 6 a §). EVL:n pykälä huomioi Euroopan unionin emo- ja tytäryhtiö direktiiviin.

⁵⁶ Myrsky ja Linnakangas (2010) s.9

⁵⁷ Tikka (1975) s. 135

⁵⁸ Myrsky ja Linnakangas (2010) S.12

⁵⁹ Myrsky ja Linnakangas (2010) s.12-13

2 Julkisen osakeyhtiön voitonjaosta ja voitonjaon verotuksesta

Yhtiön varojenjaon tavoista määrätään Suomessa osakeyhtiölaissa. OYL:n 13 luvun 1 § mukaisesti yhtiöt voi jakaa varojaan 1) voitonjaosta osinkoina ja varojenjakamisesta yrityksen vapaan oman pääoman rahastosta 2) osakepääomaa alentamalla 3) omia osakkeita hankkimalla ja lunastamalla sekä 4) yhtiön purkamalla. Muu ilman liiketaloudellista perustetta tehty velan lisääminen tai varojenjako omistajille katsotaan laittomaksi varojenjakamiseksi.

Blomqvist ja Malmivaara (2016) pitävät yhtiön voitonjaon kannalta keskeisimpinä yhtiöoikeudellisina periaatteina OYL:n 1 luvun 3 § pääoman pysyvyyttä, 5 § eli toiminnan tarkoitusta, 7 § yhdenvertaisuutta, sekä 8 § eli yhtiön johdon lojaliteetti- sekä huolellisuusvelvoitetta kuvaavaa periaatetta. Blomqvist ja Malmivaara (2016) jatkavat, että näillä yhtiöoikeudellisilla periaatteilla voi olla välitön vaikutus oikeustoimen pätevyyden ja pätemättömyyden arvioinnissa, ja mahdollisesta virheellisestä toiminnasta johtuvan liittyvän vahingonkorvausvastuun syntymisessä.⁶⁰

Yhtiölainsäädännössä tai osakeyhtiölaissa ei ole tarkasti määritelty osingon käsitettä. Vakiintuneesti osingolla tarkoitetaan yhtiökokouksen päätökseen perustuvaa voitonjakokelpoisten varojenjakoja omistajille. Pääomalainalle maksettavaa korkoa ei pidetä osinkona, vaikka sen maksamisen edellytyksenä on sama seikka kuin osinkojen ollessa kyseessä – jaon on tapahduttava ainoastaan voitonjakokelpoisten varojen puitteissa. Tuloverotuksessa osinkona on pidetty yhtiöoikeudellisesti voitonjakona jaettuja eriä. Tuloverotuksessa omien osakkeiden hankkimista tai varojen palautusta ei pidetä osingonjakona.⁶¹

Tässä työssä yhtiön voitonjakoa lähestytään yhtiön maksamien osinkojen ja toisaalta yhtiön julkisesta kaupankäynnistä ostamien omien osakkeiden kautta. Nämä kaksi voitonjaon menetelmää ovat luontaisia julkisen osakeyhtiön vuosittaisen varojenjaon järjestämiseen. Toisaalta osakepääoman alentamista lyhyesti sivutaan työssä.

⁶⁰ Blomqvist ja Malmivaara (2016) s. 17

⁶¹ Juusela (2004) s. 43

2.1 Rahoituslähteen valinta

Yritykset jotka tarvitsevat varoja toimintansa rahoittamiseen tyypillisesti hankkivat niitä sisäisesti, käyttämällä joko kaiken tai osan kertyneistä voittovaroistaan. Kertyneiden voittovarojen uudelleensijoitus on yhtä suuri kuin yhtiön osakkeenomistajien kasvanut sijoitus, koska kertyneet voittovarot kuvaavat yhtiön osakkeenomistajille kuuluvaa varallisuutta, josta on jo vähennetty yhtiön muiden intressiryhmien kulut. Toisinaan yritykset tarvitsevat pääomaa joko enemmän tai haluavat uudelleen painottaa pääomastruktuuriaan. Tällöin on tavallista, että yritys hankkii rahoitustaan ulkoisesti pääomamarkkinoilta, joko vieraan pääoman ehtoisesti tai omaa pääomaansa kasvattaen.⁶²

Vartiainen et al. (2013) mukaan taloustieteen näkökulmasta osinkovero vaikuttaa heikentävästi kannusteeseen hankkia uutta osakepääomaa. Lisäksi luovutusvoittovero kannustaa rahoittamaan investointeja yhtiöön jätettävillä kertyneillä voittovaroilla.⁶³

Yrityksen rahoituspolitiikan eli rahoituslähteiden valinnan ymmärtäminen on tärkeää, koska se lopulta ohjaa yrityksen voitonjaon politiikkaa. Yrityksen rahoituslähteen valintaa käsitellään tässä työssä pintapuolisesti, koska sen vaikutukset mahdollisesti heijastelevat yhtiön voitonjakoon, jonka perusteellisempi käsittely on tälle työlle relevanttia.

Yritys voi rahoittaa investointejaan yksinkertaistettuna kolme eri rahoituslähdetä käyttämällä. Ensimmäisenä investointien rahoituslähteenä on yrityksen liiketoiminnastaan keräämät kertyneet voittovarot. Käyttäessään kertyneitä voittovaroja investointeihin, yritys rahoittaa toimintaansa liiketoimintansa tuottamilla rahavirroilla. Investointeihin käytetyt kerätyt voittovarot toisaalta vähentävät yrityksen sen tilikauden voitonjaon mahdollisuuksia investointeihin käytettyjen voittovarojen verran. Näiden kolmen yksinkertaisemman lähteen lisäksi on olemassa rahoitusinstrumentteja, jotka asettuvat oman pääoman ja vieraan pääoman väliin. Näitä rahoitusinstrumentteja kutsutaan ns. hybrideiksi.

Osakeyhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman rahastostaan varoja määrän, josta on vähennetty jakamatta jätettävät varat, sekä kirjanpitolain mukainen taseeseen kirjattu kehitysmeno. Osakeyhtiölain 13 luvun 2 § säätelee yrityksen oikeutta jakaa varojaan. Mikäli yritys joutuu

⁶² Keown, Martin ja Petty (2008) s.375

⁶³ Vartiainen – et al. (2013) s.32

maksukyvyttömyyteen tai yhtiön johdon olisi tullut ymmärtää varojenjaon johtavan maksukyvyttömyyteen. Toteutunut laitton varojenjako peruutetaan OYL:n 13 luvun 4§ pykälän edellyttämällä tavalla.

Vierasta pääomaa hankkimalla yritys hankkii vastattavaa, jonka se tulee maksamaan ehtojen mukaisesti takaisin yritykseen vieraan pääoman ehtoisesti sijoittaneille. Yksinkertaisin esimerkki vieraasta pääomasta on pankkilaina. Pankit voivat myös muodostaa niin kutsutun syndikaatin, jos yrityksen lainatarve on suuri ja pankkien kesken on luottamusta ja halua jakaa tuota riskiä ja tulevaisuuden tuottoja. Mikäli vieraan pääoman määrällinen tarve on suurempi tai yrityksellä on riittävästi kokoa ja pääsy velkakirjamarkkinoille - voi yritys laskea liikkeelle myös vaihtovelkakirjalainan eli obligaation, jolloin vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen voi osallistua useampia tahoja. Usein vieras pääoma on yritykselle halvempaa kuin oma pääoma.

Leen, Lockheadin & Ritterin (1996) suorittamassa tutkimuksessa listautumisannit ja listattujen yhtiöiden omille osakkeenomistajille suunnatut annit olivat kalleimpia suorilta kustannuksiltaan, verrattuna muunnettavissa olevien joukkovelkakirjojen ja joukkovelkakirjojen suoriin kustannuksiin. Tutkimuksessa vertailtiin suoria kustannuksia yhdeksässä eri rahoituksen hankintaluokan koossa, jotka vaihtelivat 2 miljoonasta aina yli 500 miljoonaan dollariin. Tutkimuksen aineisto perustui vuosien 1990 – 1994 väliseen ajanjaksoon, tilastot olivat Yhdysvalloista.⁶⁴

Oman pääoman ehtoisessa rahoituksessa yritys hankkii joko nykyisiltä tai tulevilta uusilta omistajiltaan lisää varoja yhtiön osakkeita vastaan. Tällöin kyseessä on osakeyhtiölain 9 luvun 1§ mukainen maksullinen osakeanti. Toteutettaessa julkinen osakeanti, yritys myy omistukseensa oikeuttavia osakkeita primäärimarkkinalla oman pääoman ehtoisille sijoittajille. Anti voidaan tietty edellytykset täytyttyä toteuttaa suunnatusti tai maksutta. Kun yhtiö listautuu pörssiin, toteutuu usein vapaa ja lopulta kaikille suunnattu julkinen osakeanti. Yhtiö hyödyntää osakeannilla keräämiään varoja listautumisesitteessä ilmoittaneensa tavanmukaisesti.

Ensimmäinen osakeantia kutsutaan vakiintuneesti englanniksi *initial public offer* eli IPO, jolloin yritys hankkii oman pääoman ehtoista rahoitusta ensimmäistä kertaa

⁶⁴ Lee, Lockhead ja Jay Ritter (1996) s.63

primäärimarkkinoilta osakkeitaan vastaan. Mikäli yritys myöhemmässä vaiheessa hankkii oman pääoman ehtoista rahoitusta primäärimarkkinoilta, on kyseessä vakiintuneen nimen mukaisesti *seasoned equity offering* eli SEO.⁶⁵ Toisen kierroksen oman pääoman hankintaa ei kuitenkaan tule sekoittaa sekundääriseen markkinaan. Usein anneissa osa yhtiön vanhoista omistajista saattaa myös myydä osan omistuksestaan samanaikaisesti yhtiön uusien osakkeiden kanssa ennen kuin osake päättyy sekundääriselle markkinapaikalle, eli pörssiin vapaaseen kaupankäyntiin.

Primäärimarkkinalla tarkoitetaan tässä yhteydessä pääomamarkkinaa, josta yritys hankkii rahoitusta ensimmäistä kertaa. Sekundäärimarkkinalla tarkoitetaan markkinapaikkaa, jossa yrityksen primäärimarkkinalta hankittua pääomaa vastaan yritys luovutti oman pääoman ehtoisiin sijoittajille osakkeita, jotka ovat uusien omistajiensa vapaassa käytössä kaupankäyntiin sekundäärimarkkinalla, eli pörssissä. Sekundäärimarkkinalla tapahtuvat osakeluovutukset eivät enää kasvata yritykseen omaa pääomaa, toisin kuin primäärimarkkinalla toteutettu anti.⁶⁶

Puhuttaessa ensimmäisen antia seuraavista anneista eli SEO:ista voidaan usein noteerata keskustelua niin sanotusta signaalointiefektistä. Efektillä viitataan tutkimuksiin, joissa toiseen oman pääoman ehtoiseen antiin päätyneet yritykset on todettu menestyneen heikommin markkina-arvollaan mitattuna. Toisen annin toteuttaneita yrityksiä on verrattu saman alan yrityksiin jotka eivät ole päätyneet toteuttamaan ensimmäisen osakeannin jälkeistä antia ollessaan jo listattuna pörssissä. Efektin olemassaoloa puolustanee todennäköisesti parhaiten ajatus, jonka mukaan listattu yritys, joka ei pysty haalimaan vieraan pääoman ehtoista rahoitusta – sen ollessa todella kallista esimerkiksi kriisiytyneen maksuvalmiuden vuoksi, ei usein oman pääoman ehtoista rahoitusta saadessakaan pysty välttämättä kääntämään kurssiaan menetykselliseksi yritykseksi.

Esimerkiksi Allen & Soucik (1999) kuitenkin toteavat, että toisen annin toteuttaneiden yhtiöiden huonompi menestys on osaksi riippuvainen valitusta seuranta-ajanjaksosta. Tutkijoiden mukaan toisen osakeannin toteuttaneiden yhtiöiden suoriutuminen lähenee

⁶⁵ Keown – et al. (2008) s.34

⁶⁶ Keown – et al. (2008) s.333

yhtiöitä, jotka eivät ole toteuttaneet toista antia 6 – 7 vuotta toisen annin jälkeen. Allen ja Soucik myös huomauttavat huonomman suoriutumisen johtuvan toisen osakeannin alihinnoittelusta. Toisaalta mitä riskisempi osakeannin toteuttanut yhtiö on betalla mitattuna ollut - sitä enemmän osakeantiin sijoittaneet ovat vaatineet kompensatiota, joka on johtanut sijoittajan tuoton pienempään heikompaan kehitykseen.⁶⁷

Keskusteltaessa listautumistyylin vaikutuksista yhtiön menetykseen osakeannin jälkeen Brau, Li & Shi (2007) mukaan yrityksen menestys sekundäärimarkkinalla ei ole riippuvainen listautumisen tyylistä. Tutkijoiden mukaan listautumistyylin valinnalla, nk. puhtaan osakeannin ja toissijaisen osakeannin välillä - jossa myös aiemmat omistajat vähentävät omistustaan, ei ole merkitystä osakkeen kehityksen jälkimarkkinalla.⁶⁸

Tässä paperissa ei kuitenkaan pureuduta tarkemmin tähän akateemisesti hyvinkin kiinnostavaan ongelmaan rajauksien vuoksi. Asiasta, vaikkakin kiistellystä - on kuitenkin hyvä olla tietoinen. Sillä, *yleisesti tiedossa olevat asiat* ovat usein omiaan vaikuttamaan ihmisten mieltymyksiin, että päätöksentekoon. Esimerkiksi rahoituslähteen valintaa harkitseva listatun yhtiön johto, saattaa laskea toisen osakeannin signalointiefektin niin suureksi haitaksi, ettei ole valmis siihen lähtemään kuin pakon edessä. Kotimainen esimerkki toteutetuista listattujen yhtiöiden toisesta osakeannista on Talvivaara Oyj:n myöhemmältä nimeltään maalikuussa 2018 konkurssiin hakeutuneen Ahtium Oyj:n 2013 toteuttama osakeanti.⁶⁹

2.2 Pääoman tarve ja investointien rahoitus

Investoinnit ovat yrityksen rahallisia panostuksia yrityksen tulevaisuutta ajatellen. Erilaiset investoinnit voidaan jakaa usealla eri tapaa. Investoinnit voi jakaa esimerkiksi: uusien tuotteiden tai palveluiden kehittämiseen, nykyisen kysynnän kasvun tyydyttämiseen, yrityksen kustannuksia säästäviin investointeihin, lakisääteisiin investointeihin tai korvausinvestointeihin. Toisaalta investoinnit voitaisiin jakaa myös strategiaan ja operatiivisiin, tai aineellisiin ja aineettomiin investointeihin.⁷⁰

⁶⁷ Allen ja Soucik (199) s.564

⁶⁸ Brau, Li ja Shi (2007) s.19

⁶⁹ Yleisradio (2013)

⁷⁰ Ikäheimo, Malmi ja Walden (2012) s.198-199

Yrityksen pääoman tarve voidaan jakaa yksinkertaistettuna kahteen lohkoon. Ensimmäisenä toimintaan sitoutuneisiin lyhytvaikutteisiin tuotannontekijämenoon eli liikepääomaan. Toiseksi pääomaa voidaan käyttää yrityksen investointeihin, eli pitkävaikutteisiin tuotannontekijämenoihin.⁷¹

Investointien tuottovaatimus rakentuu usean eri komponentin kautta. Huomioitava on ainakin rahan aika-arvo, tulevaisuuden tuottojen epävarmuus, korvaus riskin kantamisesta, investoinnin vaihtoehtokustannukset ja toisaalta yrityksen rahoitusrakenne, joka määräytyy vieraan pääoman ja oman pääoman kustannuksen ja osuuksien mukaisesti.⁷²

Markkinataloudessa yrityksillä on valittavanaan useita vaihtoehtoja suunnitellessaan toimintaansa. Tämän ja investointien kannattavuuden vuoksi on eri investointikohteita järkevää ja pitkällä juoksulla myös välttämätöntä arvioida, jotta yritystoiminta voi jatkua. Investointeja voidaan arvioida useilla eri tavoilla, ja kaikki niistä sisältävät omat heikkoutensa. Tämän vuoksi jatkotarkastelu, herkkyysanalyysit ja erilaiset skenaarioiden vaihtoehtoanalyysit ovat usein hyödyllisiä.

Yritys joka käyttää investointiensa kannattavuuden arvioinnissa sisäisen korkokannan tapaa eli niin kutsuttua IRR -menetelmää, toteuttaa investoinnit joiden IRR ylittää yrityksen oman tuottovaateen. Yrityksen eri investointien tuottovaateita laskettaessa voidaan hyödyntää yrityksen pääoman hintaan, vieraan pääoman ja oman pääoman painotukset huomioiden. Keskimääräistä pääoman kustannuksesta puhuttaessa käytetään termiä WACC, (Weighted Average Cost of Capital).⁷³

Myersin & Majlufin (1984) mukaan yrityksen on tietyt edellytykset täytyessä kannattavampaa hankkia tarvitessaan ulkopuolista rahoitusta, nimenomaisesti vieraan pääoman ehtoisena. Näkemys lähtee siitä, että toimivan yrityksen johdolla on sen sijoittajiaan parempaa informaatiota yrityksen toiminnasta ja sen mahdollisuuksista. Tällöin yritysjohton päätökset rahoituksen hankinnassa ilmentävät samalla yrityksen positiivisia mahdollisuuksia. Tutkijat jatkavat, että yrityksen joka hankkii rahoitusta toimintaansa hankkimalla oman pääoman

⁷¹ Artto, Koskela, Leppiniemi ja Virtanen (1994) s.106.

⁷² Ikäheimo – et al. (2012) s.206

⁷³ Ikäheimo – et al. (2012) s.209-210

ehtoista rahoitusta, menettää markkina-arvoaan, kun yritys joka hankkii rahoituksen turvallisen vieraan pääoman ehtoisesti ei menetä markkina-arvoaan.⁷⁴ Toisin sanoen, mikäli yritysjohto hankkii lisärahoitusta investointiensa rahoittamiseen, uskoo se investointien olevan kannattavia.

Fama & French (2002) summaavat hyvin *Trade-off* teorian ja *Pecking order* mallin erot. Molemmat mallit esittävät, että kannattavimmilla yrityksillä on korkeammat *payout ratios*, eli vuotuisen tuloksensa ulosmaksusuudet. Toisaalta yrityksillä joilla on enemmän investointimahdollisuuksia, on myös alhaisemmat prosentuaaliset tuloksensa ulosmaksusuudet. *Trade-off* teorian mukaisesti yritykset joilla on enemmän investointimahdollisuuksia, on myös suhteellisesti enemmän velkaa taseessaan. *Pecking order* mallin mukaisesti kannattavimmilla yrityksillä on taas vähemmän vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, jota tutkijoiden työ myös tukee.⁷⁵

2.3 Keskimääräisen pääoman kustannuksen muodostuminen

Pääoman kustannuksella tarkoitetaan investoinnin rajatuoton tasoa, joka ylittää investoinnin rahoituksen kustannuksen, investointiprojektin tuotosta maksettavat verot ja pääoman kulumisen, toisin sanoen kyseessä on investoinnilta vaadittu vähimmäistuotto. Verotekijöistä rahoituskulujen verotus, yhteisöverokanta ja mahdolliset vähennyskelpoisuudet ja poistot vaikuttavat pääoman kustannukseen. Sen sijaan inflaatio ja yrityksen diskonttokorko eli WACC, määrittävät verotekijöiden vaikutuksen suuruuden.⁷⁶

Yrityksen keskimääräinen pääoman kustannus, WACC, on yrityksen painotettu oman- ja vieraan pääoman verojen jälkeinen pääoman kustannuksen hinta. WACC muodostuu vieraan pääoman kustannuksesta ja omanpääoman kustannuksesta. WACC käytetään diskonttokorkona yrityksen arvonmäärittämisessä, kun diskontataan odotettuja vapaita kassavirtoja nykypäivään.⁷⁷ Yrityksen pääoman kustannuksen hinta on tärkeää paitsi arvioitaessa yrityksen arvoa, mutta myös arvioitaessa yrityksen yksittäisten investointien

⁷⁴ Myers ja Majluf (1984) s.220

⁷⁵ Fama ja French (2002) s.28-29

⁷⁶ Kari ja Ropponen (2016) s.3

⁷⁷ Titman ja Martin (2008) s.121.

mielekkyyttä.⁷⁸ Tässä työssä WACC esitetään, jotta myöhemmin käsiteltävä yrityksen optimaalisen pääomastruktuurin ymmärtäminen on kaikille lukijoille varmasti mahdollista.

WACC voidaan johtaa kaavasta:⁷⁹

$$WACC = Re[E/(D+E)] + Rd[D/(D+E)]$$

Yksinkertaistettuna kaavassa ”Re” on oman pääoman kustannus, kun ”Rd” on vieraan pääoman verojen jälkeinen kustannus. ”E” on kokonaismäärä yhtiön taseessa olevaa omaa pääomaa ja ”D” on kokonaismäärä yrityksellä olevaa pitkäaikaista vierasta pääomaa. Oman pääoman ja vieraan pääoman numeerisen määrän lisäämällä, yhtälöstä saadaan ulos oman pääoman ja vieraan pääoman suhteella painotettu yrityksen keskimääräisen pääoman kustannuksen hinta, eli yrityksen WACC.

Seuraavissa alakappaleissa käydään lyhyesti läpi WACC yhtälön eri komponenttien yksinkertaistettuja laskentaperiaatteita.

2.3.1 Oman pääoman kustannus

Laskettaessa yrityksen oman pääoman kustannusta voidaan tavallisesti hyödyntää muutamaa eri mallia, joista on tehty useita eri variaatioita. Malleja ovat esimerkiksi (CAPM = Capital Asset Pricing Model) eli pääoman hinnoittelu malli, monitekijäinen Fama-French malli ja sen variaatiot, sekä niin kutsutut rakennetut mallit kuten joukkovelkakirjalainatuotto riski preemiolla lisättynä -metodi.⁸⁰ Lisäksi oman pääoman kustannus voidaan johtaa muun muassa osinkomallin kautta. Tässä työssä esitetään yksinkertainen malli.

Oman pääoman ehtoiset sijoittajat odottavat kompensatiota riskistä, koska sijoittaessaan he tulevat kantamaan riskiä. Yksinkertaistettu CAPM mallin mukainen oman pääoman kustannus saadaan kaavasta⁸¹:

$$Expected\ return = Riskless\ rate + Beta(Risk\ premium)$$

⁷⁸ Keown – et al. (2008) s.333

⁷⁹ Damodaran (2002) s.14

⁸⁰ Pinto, Henry, Robinson ja Stowe (2010) s.57

⁸¹ Damodaran (2002) s.182

Pääoman hinnoittelu mallissa investoinnin beta on se riski jonka investointi lisää suhteessa markkinaportfolioon. Beta voidaan myös laskea historialliseen dataan perustuen, yrityksen perusominaisuuksiin perustuen tai käyttäen laskennallista dataa.⁸² Betan laskemisen eri tapoihin ei tässä työssä pureuduta sen tarkemmin.

Yhtälön riskitön korko on vastaava kuin kulloinkin voimassa oleva valtion obligaation korko.⁸³ Lienee tavallista, että riskittömänä korkona käytetään obligatioita, joiden juoksuaika on vähintään 10 vuotta. Esimerkiksi tällä päivämäärällä 16.3.2018 Suomen Pankin tilaston mukaan 10 vuotisen obligaation korko on 0,71%⁸⁴.

Yhtälön riskipremio saadaan, kun markkinariskistä vähennetään riskitön korko. Markkinariskinä voidaan käyttää markkinan historiallista tuottoa, esimerkiksi edellisten 20 vuoden ajalta. Yhteenvetona oman pääoman kustannus yhtiölle on sen sijoittajien tuottovaatimus sille, että yhtiön omistajat suostuvat pitämään sijoittamiaan varoja, tai sijoittamaan lisää varoja oman pääoman ehtoisesti yhtiöön.

2.3.2 Vieraan pääoman kustannus

Yrityksen verojen jälkeinen vieraan pääoman kustannus, on se kustannus jolla yritys saa hankittua vieraan pääoman ehtoista pääomaa markkinoilta, korkojen vähennysoikeus huomioiden.

Vieraan pääoman kustannus saadaan yhtälöstä:

$$\text{Cost of Debt} = \text{Riskless rate} + \text{Country default spread} + \text{Company default spread}$$

Yrityksen ” default spread” riippuu yrityksen luottoluokituksesta. Luottoluokitus taas riippuu yrityksen valmiudesta selvitä velvoitteistaan. Maariski on uudempi käsite, joka on tullut tärkeämmäksi huomioida muun muassa kehittyvillä markkinoilla toimivien yritysten vieraan pääoman hintaa arvioitaessa.⁸⁵ Maariskejä voi vertailla muun muassa Professori Aswath Damodaranin ylläpitämältä sivustolta.⁸⁶

⁸² Damodaran (2002) s.182

⁸³ Bodie, Kane ja Marcus. (2011) s.129

⁸⁴ Suomen Pankki (2018)

⁸⁵ Damodaran (2002) s.211

⁸⁶ Damodaran. (2018)

Verojen jälkeinen vieraan pääomankustannus saadaan yhtälöstä⁸⁷:

$$\text{After Tax Cost of Debt} = \text{Pretax rate}(1 - \text{Corporate tax rate})$$

Verojen jälkeinen vieraan pääoman kustannus pienenee alkuperäisestä. On hyvä huomioda, että yllä olevaa mallia ei kuitenkaan voida käyttää, mikäli vieraan pääoman rahoituksen johdosta yritykselle syntyvät korkokustannukset eivät olisi vähennyskelpoisia. Käytännössä tämänkaltaiset tilanteet ovat harvinaisia, mutta eivät mahdottomia.

2.4 Voitonjaon politiikkaa

Yrityksen voitonjaon tai lyhyemmin osinkopolitiikka, *dividend policy* muodostuu kahdesta komponentista. Ensinnäkin oleellista on, kuinka suuren prosentuaalisen osuuden yritys jakaa osinkoina omistajilleen sen kulloisenkin vuoden jakokelpoisista varoista. Tätä osuutta kutsutaan voitonjaon ratioksi, vakiintuneesti *dividend payout ratio*. Toisaalta omistajien palkitsemisessa oleellista on myös, kuinka stabiili yhtiön harjoittama voitonjaon politiikka on.⁸⁸

Yksinkertaistettuna tilanteessa, jossa sisäiset voittovarot eivät osingonmaksun jälkeen riitä tyydyttämään yhtiön käyttöpääoman ja investointien tarvetta - voidaan suuremman prosentuaalisen ulosmaksuosuuden eli korkeamman *payout ration* ja siten suuremman osingonmaksun johtavan suurempaan yhtiön ulkopuolelta hankittavaan pääoman tarpeeseen. Osinkopolitiikka voidaan jakaa kolmeen koulukunnan näkemykseen.

Friedman (1970) lähti ajatuksesta, että yrityksen sosiaalisen vastuun tulee olla vain yksi pyrkimys. Pyrkimyksen tulee olla nimenomaisesti kasvattaa yrityksen voittoja, tähän päämäärään pyritään käyttämällä yrityksen voimavaroja, toimien samalla sääntöjen mukaisesti rehellisesti, ilman petosta.⁸⁹

OECD (2015) hyvän hallintotavan mukaisesti, kaikkia saman osakelajin omistajia tulee kohdella tasavertaisesti. Samaisen julistuksen mukaan, yhtiön toteuttamia lähipiiritapahtumien tulee olla hyväksytetty ja toteutettu tavalla, joka varmistaa ja ottaa huomioon

⁸⁷ Damodaran (2002) s.14

⁸⁸ Keown – et al. (2008) s.416

⁸⁹ Friedman (1970)

osakkeenomistajien edun.⁹⁰ Yrityksen omistavat sen osakkeenomistajat, jotka lopulta yhtiökokouksessa käyttävät yhtiön ylintä päätäntävaltaa. Tästä seuraa luonnollisesti se, että yhtiön hallituksen voi olettaa ottavan huomioon sen osakkaat osinkopolitiikkaansa suunnitellessaan. Oletettavaa olisi, että osinkopolitiikan tulisi tähdätä yhtiön omistajien varallisuuden maksimointiin. Käytännössä tämä tarkoittaa päätöksiä kertyneiden voittovarojen uudelleen sijoittamisen ja voitonjaon väliltä. Lisäksi valittavana on, miten voitonjako toteutetaan yhtiön omistajia eniten hyödyttäen. Varsinaisen osingonjaon substituutteina onkin kertyneiden voittovarojen yhtiön toimintaan uudelleen sijoittaminen, tai kertyneillä voittovaroilla yhtiön osakkeiden pörssistä hankkiminen ja mitätöinti tai lunastaminen.

Yhtiön omistajille ja toimivalle johdolle saattaa syntyä intressiristiriita, mikäli yhtiön johtoa palkitaan sellaisilla lyhyen tähtäimen ohjelmilla, jotka on sidottu esimerkiksi yhtiön yksittäisen osakkeen hintaan, jolloin johdolle voi olla kannattavampaa pyrkiä lunastamaan ja mitätöimään yhtiön osakkeita suoran osingonjaon sijasta. Huoli tällaisesta lienee kuitenkin pieni. Silti on arvokasta huomata, että suomalainen lainsäädäntö huomioi kaikki osakkaat. OYL 1 luvun 7 § määrätään osakkeenomistajien yhdenvertaisista oikeuksista, ellei yhtiöjärjestyksessä muuta määrätä OYL 4 luvun 13 § säättää, ettei yhtiökokouksessa saa tehdä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia päätöksiä. Toisaalta vähemmistöt huomioidaan myös OYL 13 luvun 7 §, jossa määrätään pienosakkaiden oikeudesta vähemmistöosinkoon tiettyjen edellytysten kuten 10 % osakkeiden määrästä täytyttyä. Yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta vähemmistöosinkoon, mutta se voidaan tehdä ainoastaan kaikkien osakkaiden suostumuksella.

Mainittakoon, että julkisen osakeyhtiön osingonjako, omien ostoon ryhtyminen tai kertyneiden voittovarojen yrityksen liiketoimintaan takaisin sijoittaminen – on toimi, joka lienee olevan aina melko helppo perustella liiketoiminnallisin perustein. Toisin sanoen, vähemmistön etu saattaa jäädä jalkoihin, mutta aiheeseen ei juuri yhtiökokouksen äänioikeuden käyttämisen lisäksi liene järkevää aikaansa tuhlata. Tällaisen tilanteen osakkeenomistajaa uhatessa, arvioitavaksi ehkä tulee omasta yritykseen liittyvästä omistuksesta luopuminen. Sen sijaan, vähemmistöosingon sivuuttaminen maksetun konserniavustuksen perusteella, saattaa olla jo mielenkiintoisempi ongelma ratkaistavaksi.

⁹⁰ OECD (2015) s.24, kohta E ja F

KKO:n päätöksestä 2015:104 käy ilmi, että pelkkä yhtiökokouksen osingonjaon määrää koskeva moite ei riitä vähemmistöosinkoonsa pettyneelle vähemmistöosakkaalle. Vähemmistöosakkaan on moitittava myös tilinpäätöksen vahvistamista koskevaa yhtiökokouksen päätöstä. Alun perin kanteen Helsingin käräjäoikeuteen vienyt yhtiö B vaati, että julkisen osakeyhtiö A:n maksama osingonjako julistetaan pätemättömäksi ja suoritetaan uudelleen siten, että A Oyj:n toteuttama konserniavustus peruutetaan. Jutun taustana A Oyj maksoi tytäryhtiölleen noin 34 miljoonaa euroa konserniavusta, mikä vastaavasti pienensi yhtiön tilikauden voittoa, ja siten jaettavaksi jäävää osinkoa. Jäljelle jääneestä tuloksesta eli noin 360 000 eurosta, jaettiin vähemmistöosingon mukaisesti 50 % osinkoina. Yhtiö B vetosi kanteessaan siihen, ettei se saanut vastaavaa hyötyä konserniavustuksesta kuin pääomistaja, ja että vähemmistöosinkosääntö että osakkaiden yhdenvertaisuusperiaatetta rikottiin. A Oyj taas puolustautui sillä, että konserniavustus on annettu liiketaloudellisin perustein ja, että se toimi yhtiö- että vero-oikeudellisesti moitteettomasti.⁹¹ Tilintarkastusyhteisö PWC (2016) mukaan kyseessä olivat listattu pörssiyhtiö Finnlines Oyj, ja kanteen nostanut ja lopulta KKO:ssa hävinnyt Keskinäinen Eläke-vakuutusyhtiö Ilmarinen.⁹² Kaataessaan Ilmarisen kanteen KKO hyväksyi Finnlines Oyj:n mukaisen vähemmistöosingon noin 180 tuhannen euron suuruisena, kun Ilmarisen vaade osingonjaon suuruudesta ylitti 18 miljoonaa euroa.

2.4.1 Voitonjaon irrelevanttisuus

Ensimmäinen näkemys uskoo, että osinkopolitiikka on irrelevanttia yhtiön markkina-arvon muodostumisen kanssa. Koulukunnan lähtöedellytyksinä on, että yhtiön investointeja ja mahdollista vieraan pääoman hankintaa koskevat päätökset on jo tehty, jolloin osingonjaosta päättäminen ei vaikuta niihin. Toiseksi täydellisen tehokkaat markkinat ovat olemassa, jolloin muun muassa sijoittajat voivat myydä ja ostaa osakkeita ilman transaktiokuluja. Toisaalta yhtiöt voivat hankkia uutta pääomaa ilman suoria kustannuksia sen hankkimisesta. Myöskään verotus ei vaikuta yhtiön tai yksilön päätöksiin. Yhtiöstä saatavilla oleva informaatio on täydellistä ja kaikkien saatavilla, lisäksi yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välillä ei ole ristiriitaa. Täydellisen tehokkaat markkinat täydentää oletus siitä, ettei yhtiö kohtaa

⁹¹ KKO 2015:104

⁹² PWC (2016)

taloudellista hätää, eikä konkurssin uhan kustannuksia esiinny. Näkemys summaa, että kaikki osinkopolitiikat ovat yhtä hyviä, eivätkä vaikuta yrityksen markkina-arvoon tai kehitykseen. Näkemykseen sisältyy oletus, että osingonsaajalle on irrelevanttia saako hän osakkeiden omistukseen perustuvan tuottonsa luovutusvoittojen vai osinkojen kautta.⁹³

Täydellisen tehokkaan markkinan vallitessa, yhtiö saattaa hankkia lisää pääomaa maksutta markkinoilta. Mikäli yritys nyt huomaa tulleen maksaneensa liian suuren osingon, hankkimalla lisää pääomaa maksutta - yritys ei menetä investoinnin mahdollisuutta ja siten siitä seuraavaa kasvua markkina-arvossaan.

2.4.2 Korkeiden osinkojen näkemys

Toinen näkökulma lähtee siitä, että korkeammat osingot kasvattavat yhtiön markkina-arvoa. Yrityksen johto voi de facto päättää yrityksen maksamasta voitonjaosta lain raamien puitteissa, sen sijaan yritysjohdon suoravaikutus osakkeen hinnanmuodostumiseen sekundäärimarkkinalla ei suoraan ole yritysjohdon päätännän alla. Näkökulma argumentoi, että osingot ovat helpommin ennustettavia ja siten turvallisempia osakkeenomistajille – kuin mahdollisesti tulevaisuudessa kertyvät osakkeiden arvonnousuun perustuvat luovutusvoitot. Osingot myös maksetaan osakkeenomistajille nopeammin, verrattuna tulevaisuudessa mahdollisesti kertyviin luovutusvoittoihin. Rahanaika-arvon teoriaa mukaillen, sijoittaminen yhtiöön joka maksaa osinkoa - voidaan tehdä alhaisemmalla tuottovaatimuksella.⁹⁴ Sijoittaminen osinkoa maksamattomiin yrityksiin toisin sanoen tulee tehdä korkeammalla tuottovaatimuksella, jolloin tällaisen yrityksen arvonnäilyksessä - yrityksen markkina-arvon tulee olla täysin samanlaista osinkoa maksavaa yritystä alhaisempi. Sijoittajat vaativat kantamalleen lisäriskille tuoton, joka tässä tapauksessa aktualisoituu osinkoa maksamattoman yhtiön alhaisempana arvostuksena. Näkemys nojaa siihen oletamaan, että markkinat kollektiivisesti toimivat kuten korkeiden osinkojen positiiviseen yrityksen arvonnehitykseen uskova sijoittaja.

Näkemyistä on kritisoitu muun muassa siitä, että oletuksessa jossa määritellään, ettei yrityksen osinkopolitiikka vaikuta yrityksen rahoituspolitiikkaan, saati operaatioista kertyviin

⁹³ Keown – et al. (2008) s.417-418

⁹⁴ Keown – et al. (2008) s.418

rahavirtoihin ja siten lopullisiin rahavirtoihin. Tästä seuraa, että yrityksen osinkopolitiikalla ei ole vaikutusta yrityksen kokonaisriskiin. Mikäli suurempaa osinkoa maksava yritys joutuu osingonmaksun vuoksi rahoittamaan toimintaansa uudelleen, tulee yritys siirtäneeksi riskiä vanhoilta omistajilta uusille rahoittajille.⁹⁵

Toisaalta mikäli markkinat kollektiivisesti arvostavat suurempia ja/tai erityisen vakaita osinkoja - voi olla perusteltua, että tällaisten yritysten markkina-arvo on verrokkejaan korkeampi. Käsite osinkoaristokraatit on syntynyt kuvaamaan ilmiötä, listaan kelpuutetaan tietyn melko pitkän ajanjakson ajan osinkoaan nostaneet yritykset. Aiheesta on kirjoitettu melko laajasti akateemisesti, mutta myös erityisesti ulkomaalaisessa talousmediassa aihe on silloin tällöin esillä esim. Forbes (2017).⁹⁶ Kotimaassa korkeita osinkoja voitaisiin puolustaa näkemyksellä alhaisemmasta verotuksesta. Tällä hetkellä kotimaisten osinkojen lopullinen veroaste saajalleen on tiettyyn rajaan asti 25,5% osingon verovapaa osa huomioiden - kun arvopapereista saadut myyntivoitot verotetaan pääomatulon 30 prosentin verokannalla.

2.4.3 Matalien osinkojen puolustus

Matalien osinkojen puolustajat taas uskovat, että osingonjako mitä suurempana toteutettuna, itseasiassa tuhoaa osakkeenomistajien arvoa. Näkemys perustuu suoraan eri voitonjaon tapojen verokohteluun, eli epäsymmetriaan. Siinä missä osingot tavallisesti verotetaan maksuperusteisesti sinä vuonna, kun osingonsaaja on ne saanut – luovutusvoitot taas jäävät verotettavaksi siihen pisteeseen jolloin osakkeenomistaja päättää luovuttaa osakkeitaan. Matalien osinkojen puolustuksessa oleellista on pyrkiä mahdollisimman korkeaan verojen jälkeiseen tuottoon, minimoimalla efektiivinen verotus siirtämällä verojen maksua tulevaisuuteen. Asetelmaan sisältyy oletus, että matalaa osinkoa maksava tai osingonjaosta pidättäytyvä yhtiö pystyy sijoittamaan kertyneet voittovarot tuottoisasti toimintansa kasvattamiseen.⁹⁷

Matalien osinkojen puolustus verotuksen siirtämisestä tuonnemmaksi, nousee vieläkin houkuttelevammaksi, mikäli osinkojen verotus on korkeaa suhteessa luovutusvoittoihin. Kuten

⁹⁵ Keown – et al. (2008) s.418

⁹⁶ Owens (2017)

⁹⁷ Keown – et al. (2008) s.419

aiemmin tässäkin kappaleessa jo mainittu, Suomessa listatulta yhtiöltä saatujen osinkojen verotus on hieman keveämpää kuin luovutusvoitot. Toisaalta, hankintameno-olettama keventää luovutusvoittojen verotusta, eikä pörssiyhtiöiden osakkeiden luovutuksessa ole käytössä varainsiirtovero. Matalien osinkojen tyypillinen puolustus jossa esitetään, että jokainen sijoittaja voi tehdä itse oman osinkonsa luovuttamalla haluansa määrän osakkeitaan - toimiikin melko hyvin Suomen olosuhteissa. Osingoista maksettava vero toki olisi tiettyyn rajaan asti 4,5 prosenttiyksikköä matalampi suhteessa luovutusvoittoihin, mutta toisaalta mikäli sijoittaja ei usko osalta omistamansa yrityksen kasvuun – miksi omistaa yritystä lainkaan. Lisäksi osalle vähän kauppaa käyville piensijoittajille saattaa riittää myös TVL:n 2 luvun 48 § mukainen verovapaa luovutusvoitto, mikäli verovuoden aikana luovutusten yhteenlaskettu summa alittaa tuhat euroa. Toisaalta pienten myyntivoittojen verottomuutta hyödyntäessään, piensijoittaja jättää samalla käyttämättä mahdolliset luovutustappiot.

2.4.4 Muut osinkopolitiikkaan uskotusti vaikuttavat seikat

Keown, Martin & Pettyn (2008) mukaan osinkopolitiikkaa voidaan lähestyä viiden eri teorian eli: jäljelle jäävän osingonjaon teorian, asiakaskuntaefektin, informaatioefektin, agenttikustannusten ja tulevaisuuden odotuksien teorioiden kautta:⁹⁸

Jäljelle jäävän osingonjaon teoria huomauttaa ensiksi, että emme elä täydellisillä vapailla markkinoilla ja yrityksille syntyy kustannuksia hankittaessa pääomaa primäärimarkkinoilta. Tästä johtuen yrityksen tulisi teorian mukaisesti ottaa kaikki ne investoinnit jotka ylittävät yrityksen tuottovaatimukset ja mikäli tämän jälkeen yrityksellä on jäljelle jääviä varoja, tulisi vasta ne maksaa osinkoina omistajille.

Asiakaskuntaefektin mukaisesti sijoittajat jotka haluavat saada tuottoensa tiettyyn tapaan, joko osinkoina tai luovutusvoittoina, ottavat tämän seikan huomioon jo sijoitusta tehdessään. Tällöin oleellista on, että yritys ei muuta osinkopolitiikkaansa – milloin kertyneet voittovarot toimintaansa sijoittava tai omienostoja harjoittava yritys harjoittaa juuri sellaista politiikkaa kuin siihen sijoittanut omistukseensa perustuvaa voittojen verotusta eteenpäin siirtävä haluaa.

⁹⁸ Keown – et al. (2008) s.420-423

Toisaalta sijoittaja joka haluaa osinkoja, ohjaa sijoituksensa yritykseen joka niitä osinkopolitiikkansa mukaisesti maksaa, tällöin mikä tahansa osinkopolitiikka on hyvä ja oikea.

Informaatioefektiin uskovat taas näkevät osingonjaon osaltaan sijoittajaviestintänä. Tällöin esimerkiksi laskeva osinko voidaan nähdä viestinä heikkenevästä tulevaisuudesta, joka on omiaan vaikuttamaan myös yrityksen markkina-arvoon negatiivisesti.

Agenttikustannus -efektin mukaisesti yrityksen johdon ja omistajien välillä vallitsee intressien konflikti, joka heijastuu alempana markkina-arvona verrattuna enemmän omistajien johtamiin yhtiöihin. Tällöin osingot voivat toimia yritysjohton menestyksellisyyden ajureina, sillä yritys joka maksaa enemmän osinkoja – muiden asioiden pysyessä muuttumattomina – joutuu hankkimaan pääomaa nopeammin markkinoilta, jolloin uudet pääomittajat suostuvat pääomitukseseen ainoastaan, mikäli yritys toimii riittävän kannattavasti.

Tulevaisuuden odotusten teoria taas lähtee siitä, että yrityksen markkina-arvo ei riipu pelkästään yrityksen päätöksistä osinkopolitiikkaa koskien, vaan siihen vaikuttaa oleellisesti myös markkinoiden odotukset yrityksen maksamasta osingosta. Mikäli odotukset ja toteutettu osinko ovat lähellä toisiaan, ei suurta muutosta yrityksen arvossa todennäköisesti nähdä. Mikäli toteutettu osinko taas eroaa paljon markkinoiden odotuksista, nähdään markkinahinnassa todennäköisemmin liikettä joko negatiiviseen tai positiiviseen suuntaan riippuen yllätyksen laadusta.

Kari, Karikallio ja Pirttilä (2009) toteavat, että tiedossa oleva osinkoveronnoisto kasvattaa yritysten osingonjakoa lyhyellä aikavälillä, ja johtaa alempiin osingonjakoihin hetimiten osinkoveron nousun jälkeen. Pitkällä aikavälillä tilanne kuitenkin tasoittuu. Lyhyen aikavälin efekti myös toteutuu kaikissa tutkijoiden esittelemissä osinkoverotuksen vaikutusta tutkivissa teorioissa, jotka esitellään lyhyesti alla.⁹⁹

2.5 Osinkoverotuksen vaikutukset

Kari, et al. (2009) tutkivat työpaperissaan osinkoverotuksen vaikutuksia yrityksen osinkoihin ja investointeihin hyödyntäen empiiristä dataa Suomessa vuonna 2005 toteutetusta

⁹⁹ Kari, Karikallio ja Pirttilä (2009) s. 7

osinkoverouudistuksesta. Tutkijat jakavat tärkeimmät teoriat kolmeen, vanhaan näkemykseen (*old view*), uuteen näkemykseen (*new view*) ja tässä työssä jo aiemmin käsiteltyyn irrelevanttisuuteen (*irrelevance*). Tutkijat mainitsevat myös jo käsitellyt signaalointi teorian (*signaling theory*) ja agenttikustannusten teorian (*agency theory*).¹⁰⁰

Uusi näkemys näkee, että marginaalin saavutettua yrityksen investoinnit rahoitetaan leikkaamalla tai siirtämällä yrityksen osingonjakoa. Tästä johtuen yrityksen marginaalirahoituslähde on kertyneet voittovarot. Uuden näkemyksen mukaan, stabiili ja jatkuva osinkovero vähentää investoinnin kustannusta ja tulevaisuuden tuottoa samassa suhteessa – jolloin osinkoverolla ei ole vaikutusta yrityksen pääoman kustannukseen tai osinkojen jakamiseen. Uusi näkemys ennustaa, että osinkoverot kapitalisoituvat osakkeen arvostukseen ja yrityksen pääoman kustannus jää muuttumattomaksi. Näkemyksen ennakkooloituksena kuitenkin on, jatkuvaa ja stabiili osinkoihin kohdistuva vero.¹⁰¹

Vaikka osinkojen verotus ei uuden näkemyksen mukaan vaikuta yrityksen pääoman kustannukseen yrityksen saavutettua elinkaarensa vakaan tilanteen, osinkovero vaikuttaa kuitenkin yrityksen osakkeiden arvoon. Uuden näkemyksen mukaan, osinkoverotuksen alennus nostaa yrityksen osakkeiden arvoa, ilman että tällä olisi yhteyttä yrityksen investointeihin. Uuden näkemyksen mukaan yhtiön jakamien osinkojen tulisi olla viimeinen voittovarojen käyttötapa.¹⁰² Graham (2001) huomauttaa, että jotkin *ex-dividend date* tutkimukset tukevat näkemystä, että henkilökohtaiset verot vaikuttavat osakkeen arvostukseen, kun osingot on maksettu. *Ex-day return* tutkimukset tarjoavat mahdollisuuden tutkia osinkoveron vaikutusta. Täydellisillä markkinoilla ja tilanteessa jossa osinkoja ei veroteta, tulisi teorian mukaisesti osakkeen hinnan laskea yhtä paljon jaetun osingon kanssa.¹⁰³

Uuden näkemyksen mukaisesti kertyneet voittovarot muodostavat pääosan oman pääoman ehtoista investoinneista, huomioiden lisäksi osinkojen kireämmän verotuksen suhteessa luovutusvoittoihin – jolloin syntyy vain hyvin vähän vääristävää vaikutusta. Uuden näkemyksen mukaan osakkeenomistajien tulisi rationaalisesti suosia kevyemmin verotettuja

¹⁰⁰ Kari – et al. (2009) s. 1 ja 7

¹⁰¹ Kari– et al. (2009) s.1 ja 6

¹⁰² OECD (2007) s.63

¹⁰³ Graham (2001) s. 44 ja 47

luovutusvoittoja yli kireämmin verotettujen osinkojen – jolloin yrityksen tulisi säilyttää kaikki mahdolliset voittovarot, joille se pystyy löytämään riittävän tuottavat investointikohteet ja pidättäytyä näin osingonjaosta.¹⁰⁴

Vanhan näkemyksen ensimmäisen oletaman mukaan osakkeenomistajat arvostavat enemmän osinkoja kuin luovutusvoittoja - huolimatta osinkojen kireämmästä verotuksesta. Toisen ennako-oletaman mukaan, uusi oma pääoma on yrityksen marginaalirahoituksen lähde. Vanhan näkemyksen mukaan yritys jakaa osinkoja, kunnes riskipreemion vähennyksen etu on yhtä suuri kuin lisäosinkojen verokustannus, joka oletetaan korkeammaksi kuin luovutusvoittojen verokustannus. Marginaalin saavuttaessaan, yritykselle on yhdentekevää jakaako se osinkoja ja rahoittaa investoinnit uudella liikkeelle lasketulla omalla pääomalla, vai rahoittaako se investointinsa pidätetyillä voittovaroilla. Yrityksen saavutettua optimaalisen *payout ration*, osakkeenomistajalle on samantekevää kumpi kertyneet voittovarot, vai uusi oma pääoma toimivat yrityksen pääoman lähteenä. Vanhan näkemyksen mukaan yritys rahoittaa investointinsa velalla, mikäli pääoman kustannus velalla on alempi kuin pääoman kustannus olisi rahoitettuna omalla pääomalla.¹⁰⁵

Karin et al. (2009) selventävät, että vanhan näkemyksen mukaan - uusi yritykseen ulkopuolisilta markkinoilta hankittava pääoma on yrityksen investointien rahoituksen marginaalirahoituslähde. Lisäksi vanha näkemys uskoo, että osinkoverotus vääristää yrityksen osinko- ja investointipäätöksiä. Vanhan näkemyksen mukaan osinkovero nostaa yrityksen pääoman kustannusta ja siten sillä on negatiivinen vaikutus yrityksen investointeihin, osinkoihin ja lopulta koko yleisen talouden tehokkuuteen. Vanhan näkemyksen mukaan koko osinkovero jyvittyy täysin marginaali-investointiprojekteille, josta pääoman kustannuksen nousu johtuu.¹⁰⁶ Messeren et al. (1998) mukaan alhaisempi efektiivinen osinkojen veroaste alentaa osingonjaon marginaaliveroa ja siten nostaa optimaalista osinkojen jakosuhdetta, mikä edistää yritysinvestointeja.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Messere, de Kam ja Heady (1998) s. 123

¹⁰⁵ OECD (2007) s. 63-65

¹⁰⁶ Kari – et al. (2009) s.1 ja 6

¹⁰⁷ Messere – et. al. (1998) s. 123

Karin et al. (2009) mukaan kolmannessa valtavirta osinkoveroteoriassa eli irrelevanssiteoriassa näkemys lähtee siitä, että marginaalissa yritykset rahoittavat todellisia investointejaan joko velalla, tai leikkaamalla finassipääomaansa. Korkojen vähennyskelpoisuuden vuoksi näkemys uskoo, että yrityksen vieraan pääoman hinta osaltaan vaikuttaa yrityksen keskimääräiseen pääoman kustannukseen. Näkemyksen mukaan, sen sijaan yritys ja henkilökohtaiset verot vaikuttavat ainoastaan sisäisen marginaalin tuottoihin, ja jättävät pääoman kustannuksen muuttumattomaksi.¹⁰⁸

Karin et al. (2009) tutkielmassa tutkittiin pääosin listaamattomia yrityksiä. Vuoden 2005 verouudistus kiristi yksityishenkilöiden osinkoverotusta, mutta ei vaikuttanut kotimaisten instituutioiden tai ulkomaalaisten osinkoverotukseen. Tästä johtuen tutkijoiden hypoteesiksi muodostui, että mitä suurempi osuus yrityksen omistajista on kotimaisia kotitalouksia, sitä suurempi suuremmaksi muodostuisi lyhyen aikavälin pudotus sekä osingoissa, että yrityksen investoinneissa.¹⁰⁹ Tuloksista kävi kuitenkin ilmi, että listattujen yhtiöiden osingot saati investoinnit eivät pudonneet lyhyellä aikavälillä veromuutoksesta huolimatta. Listatut yhtiöt eivät muuttaneet toimintaansa ainakaan lyhyellä aikavälillä. Tutkijat kuitenkin huomauttavat, että pitkällä aikavälillä tilanne voi olla toinen.¹¹⁰

Karin et al. (2009) tutkimuksesta kävi kuitenkin ilmi, että listaamattomien yksityisen osakeyhtiöiden osinkojen jakaminen kiihtyi ennen veromuutosta, ja laski heti veromuutoksen jälkeen. Osa laskusta voi selittyä korkeammilla ennen veromuutosta jaetuilla voitoilla. Tällöin yksityinen osakeyhtiö tekee normaalia verosuunnittelua jakaessaan voittojaan vielä, kun se on suotuisempaa – eli ajoittamalla voitonjakoaan. Vuoden 2005 alusta voimaan saatettu veroreformi oli tutkijoiden mukaan yleisessä tiedossa jo loppuvuodesta 2003, mikä osaltaan on antanut yksityisille osakeyhtiöille aikaa reagoida muutokseen.¹¹¹

Karin et al. (2009) muistuttavat, että vaikka kaikki teoriat ovatkin hyvin kehitettyjä, edelleen on huomattava epävarmuus kunkin teorian empiirisestä tehokkuudesta.¹¹² Osinkopolitiikkaa

¹⁰⁸ Kari – et al. (2009) s. 7

¹⁰⁹ Kari - et al. (2009)

¹¹⁰ Kari – et al. (2009) s.26

¹¹¹ Kari – et al. (2009) s. 17 ja 28

¹¹² Kari – et al. (2009) s. 1

merkittävämpää yrityksen arvonkehitykseen lieneekin yrityksen kasvu. Kasvun taas määrittää yrityksen investoinneistaan kerryttämä tuotto ja niihin käytetyt varat.

Yrityksen kasvu voidaan laskea usealla tavalla, esimerkiksi kasvuvauhti voidaan johtaa yhtälöstä Pinto et. al. (2008)¹¹³:

$$\text{Growth} = \text{retention ratio} * \text{return on equity}$$

Yhtälössä yritykseen sisälle osinkojen jälkeen jäävällä voittojen osuudella kerrotaan yrityksen omalle pääomalleen kertyvä tuotto.

2.6 Modigliani-Miller teoria lyhyesti

Modiglianin ja Millerin irrelevanttiteoreeman on ensimmäisen kerran julkaistu (1958). Teorian mukaisesti sillä miten yrityksen pääomarakenne on järjestetty oman pääoman ja vieraan pääoman välillä ei ole merkitystä yrityksen arvoon.¹¹⁴ Modigliani ja Millerin (1958) esittävät, että täydellisillä markkinoilla yrityksen arvo on täysin riippumaton yrityksen pääomastruktuurista ja, että yritys ei voi vähentää keskimääräistä pääomakustannuksen hintaa lisäämällä taseeseensa vierasta pääomaa, vaikka velkarahoitus olisikin usein edullisempaa.¹¹⁵

Teorian vaatimat täydellisten markkinoiden vaatimukset harvoin kuitenkaan reaali maailmassa toteutuvat. Tiedämme esimerkiksi korkojen vähennyskelpoisuuden ja ei vähennyskelpoisten osinkojen siirtävän rahoitusmuodot epäneutraaliin asemaan.

Vaikka Euroopan Unionin (2016) antama direktiivi (*The Anti Tax Avoidance Directive, ATAD*) *Sisämarkkinoiden toimintaan suoraan vaikuttavien veron kiertämisen käytäntöjen torjuntaa koskevien sääntöjen vahvistamisesta* 2016/1164 artiklassaan 4 *Interest limitation rule*¹¹⁶ asettaa yrityksille tiettyjä rajoituksia korkovähennyksiin, ja tullee kiristämään lakia korkovähennykseen oikeuttavista määristä joissakin Euroopan Unionin maissa - voidaan vieraan pääoman veroedun katsoa direktiivistä riippumatta tulevaisuudessakin näiden tietojen valossa omaavan veroetua suhteessa omaan pääomaan. Direktiivi perustuu OECD:n 2013

¹¹³ Pinto – et al. (2010) s.128

¹¹⁴ Modigliani ja Miller (1958), s. 261-297.

¹¹⁵ Modigliani ja Miller (1958), s. 277 ja 279.

¹¹⁶ EU 2016/1164 Artikla 4.

ensimmäisen kerran julkaistuun veropohjan rappeutumista ja voittojensiirtoa (Base erosion and profit shifting – BEPS) koskevaan julkilausumaan. Vuoden 2016 päivityksessä OECD käy korkovähennyksiin kiinni heti paperin ensimmäisestä osasta lähtien.¹¹⁷ Vieraan pääoman veroedun lisäksi transaktiokustannukset ovat usein olemassa ja kaikkien markkinatoimijoiden samankaltaiset mahdollisuudet usein eivät toteudu.

Modiglianin ja Millerin teoria on kuitenkin tärkeä ja yleisesti tiedossa. Teorian pohjalta on jatkettu pääomastruktuurin tutkimusta, josta osaa tässä tutkielmassa lyhyesti sivutaan. Asiaa käsitellään, koska sen tiimoilla ollaan hyvin lähellä samoja teemoja – kuten epäneutraalin verotuksen vaikutusta rationaalisen subjektin päätöksentekoon.

2.7 Optimaalinen pääomastrukturi

Optimaalisella pääomastruktuurilla (*Optimal Capital Structure*) tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksen keskimääräinen pääoman kustannus eli WACC on matalimmillaan. Tyypillisessä optimaalisen pääomastruktuurin etsinnässä tarkkaillaan yrityksen WACC:ia, sekä sen muutoksen vaikutusta yrityksen arvostukseen. Muuttuva komponentti on yrityksen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen määrä yrityksen taseessa. Yrityksen investointi- ja osinkopolitiikka pidetään vakaina, eikä velan määrän lisääntyminen tai vähentyminen vaikuta niihin tässä tutkimusasetelmassa. Optimaalisen pääomastruktuurin teoria, lähtee oletuksista, joissa yritys kohtaa yhteisöveron, sen maksamat korot ovat vähennyskelpoisia ja riski konkurssin kustannuksista huomioidaan.¹¹⁸ Koko *debt trade off* teoria perustuu ajatukseen, jossa vieraalle pääomalle maksettavat korot sisältävät verokilven, jonka etu on suurempi tiettyyn pisteeseen asti – kuin velan aiheuttamat haitat.

Aiemmin esitelty WACC jakaantuu kahteen komponenttiin joista vieraan pääoman hintaan eli R_d :hen, joka omaa veroedun suhteessa oman pääoman hintaan R_e :hen. Koska vieraan pääoman ehtoiset sijoittajat ovat oman pääoman ehtoisia sijoittajia paremmassa asemassa mahdollisessa konkurssitilanteessa, on heidän tuottovaatimuksen myöntämälleen lainalleen pienempi, kuin oman pääoman ehtoisilla sijoittajilla. Lisäksi korot ovat vähennyskelpoisia, joka lisää verojen

¹¹⁷ OECD: (2016) s.17

¹¹⁸ Keown – et al. (2008) s.392-393

jälkeisen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kannattavuutta. Tässä työssä aiemmin käsiteltiin myös pääoman hankintaan kuuluvia suoria kustannuksia primäärimarkkinalta, joissa todettiin, että vieraan pääoman ehtoinen rahoituksen hankinta on oman pääoman hankintaa edullisempaa.

Näin ollen vieraan pääoman ollessa oman pääoman kustannusta halvempaa, on mahdollista laskea yrityksen pääoman kustannuksen painotettua kokonaishintaa lisäämällä velkarahoituksen osuutta. Vieraan pääoman osuutta on mahdollista lisätä siihen pisteeseen asti, kuin yrityksen velkakapasiteetti satureituu siten, että pääoman kustannus WACC on alhaisimmalla mahdollisella tasollaan. On hyvä huomata, että yrityksen vieraan pääoman osuuden kasvaessa yrityksen taseessa, kasvaa myös yrityksen riskisyys ja sen mittarina oleva laskettu beta, joka nostaa oman pääoman kustannuksen osuutta. Kasvavan oman pääoman kustannuksen nousu vaikuttaa kokonaiskustannuksiin, vaikkakin sen paino samalla kokonaiskustannuksissa laskee. Nettotuloksen pysyessä muuttumattomana, suuremmat vastuut velasta, ja vuosittaiset lyhennysvelvoitteet heikentävät yrityksen koron maksuvalmiutta. Tämän vakiintuneesti kutsutun *Interest coverage ration* kasvu taas nostaa myös vieraan pääoman hintaan, joka nyt osaltaan vaikuttaa suuremmalta osuudelta yrityksen pääoman kokonaiskustannukseen. Kasvavat riskit pakottavatkin optimaalisen pääomastruktuurin sisältäen omaa pääomaa, johonkin 0 ja 99 % oman pääoman ja vieraan pääoman välille.

Mikäli optimaalista pääomastruktuurin teoriaa mukaille löydetään yritykselle alhaisempi uusi kokonaispääoman kustannus, voidaan vanhan WACC ja uuden erotuksella kertoa yrityksen vieraan pääoman ja oman pääoman markkina-arvo, jolloin tulokseksi saadaan yrityksen vuotuiset säästöt.

2.7.1 Vipuvaikutuksen etuja ja haittoja

Vieraan pääoman käyttämisen edut voidaan johtaa sen tarjoaman liikkumatilan lisäksi kahdesta komponentista. Ensimmäiseksi puhutaan verohyödyistä. Mitä korkeampi yrityksen kohtaama yhteisövero on, sitä suurempi on korkovähennyksien mahdollistama verohyöty.

Toisaalta etuna voidaan myös nähdä *added discipline*, eli lisätty kurinalaisuus – jonka mukaan suurempi erottelu yrityksen toimivan johdon ja osakkeenomistajien kanssa, johtaa suurempaan yhtiön etuun. Teorian mukaisesti, yhtiö jolla on velvoitteita johtuen hankkimastaan vieraasta pääomasta, toimii tehokkaammin kuin yritys, joka toimii ainoastaan oman pääoman ehtoisen

rahoituksen mukaisesti. Teorian mukaisesti, pelkällä tulorahoituksella toimiva yritys saattaa toteuttaa helpommin kannattamattomia investointeja. Voitonjaon keskeyttäminen ei myöskään johda välttämättä suurempiin toimenpiteisiin, kun taas velanlyhentämisen laiminlyönti voi lopulta johtaa konkurssiin.

Syy miksi jotkut yritykset eivät ole optimoineet keskimääräistä pääoman kustannustaan eli siirtyneet optimaaliseen pääomastrukturiin, voidaan perustella muutamien näkemysten kautta. Vieraan pääoman haitat voidaan jakaa yksinkertaistettuna kolmeen osaan, kasvaneisiin konkurssiin, agenttikustannuksiin ja menetettyyn joustavuuteen tulevaisuuden rahoitustarpeissa.

Markkinataloudessa kilpailun vallitessa yrityksillä on riski ajautua konkurssiin. Siksi, mitä enemmän yrityksellä on velkaa, sitä todennäköisempää on, että yritys kohtaa tulevaisuudessa taloudellista ahdinkoa. Taloudellinen ahdinko voi viedä yrityksen konkurssiin. Tästä johtuen velan myöntöä yritykselle harkitseva vaatii tästä kasvaneesta riskistä korkeampaa tuottoa, mikä tarkoittaa yritykselle kalliimpaa korkoa.¹¹⁹

Jensen ja Meckling (1976) jakavat agenttikustannukset eli *Agency cost*, - intressiristiriidasta syntyvään velkojan tarpeeseen monitoroida velallista, velallisen korkeampaan lainan hintaan – johtuen intressiristiriidasta vieraan pääoman ehtoisen pääomittajan kanssa, sekä jäljelle jäävään tappioon. Jäljelle jäävällä tappiolla tutkijat tarkoittavat sitä velkojan saamatta jäänyttä tuottoa, jonka velallisen omistajat ovat omien intressiensä mukaisesta toiminnastaan paremman tiedon tai vaikutuksen avulla velkojaa hyödyntäen saaneet.¹²⁰

Joustavuus tulevaisuuden rahoitustarpeissa. Yritys joka on jo käyttänyt vierasta pääomaa investointiensa rahoitukseen, samalla tulee pienentäneeksi tulevaisuuden rahoitusmahdollisuuksiaan. Sillä mitä suurempi on vieraan pääoman osuus yrityksen pääomarakenteessa, sitä suuremmaksi kasvaa vieraan pääoman ehtoisen sijoittajan riski ja siten heidän tuottovaatimus, eli yritykselle koron hinta. Yritys voi myös kohdata vieraan pääoman hankintaa suunnitellessaan tilanteen, jossa vieraan pääoman lisäys laskisi yrityksen

¹¹⁹ Keown – et al. (2008) s.405

¹²⁰ Jensen ja Meckling (1976) s.310-311

luottoluokitusta, sen vastuiden ja vuotuisten lyhennysten kasvaessa, ja siten nostaisi jälleen vieraan pääoman hintaa.¹²¹

2.8 Luonnollisten henkilöiden saamien osinkojen verotus Suomessa

Tuloverolain 33 a §:n mukaisesti julkisesti noteeratusta yhtiöstä maksetuista osingoista 15 prosenttia on yksityishenkilön verovapaata tuloa, ja 85 prosenttia on yksityishenkilön pääomatulona verotettavaa tuloa. Lisäksi julkisen osakeyhtiön vapaan oman pääoman rahastosta jaettua varojenjakoa luetan osingonjaoksi.

Luovutustappioiden vähentämisestä säädetään TVL:n 50 §.¹²² Mahdolliset veronmaksajalle syntyneet luovutustappiot voidaan vähentää tappioita seuraavien 5 vuoden aikana. Vuodesta 2016 lähtien, tappiot on voinut vähentää kaikista yksityishenkilön pääomatuloista kuten osingoista tai vuokratulosta, eikä enää ainoastaan luovutusvoitoista. Verovelvollinen voi kohdata tappioita luovutustappioiden lisäksi siten, että hänen omistuksensa käyvät arvottomaksi konkurssin vuoksi. Tällöin kyseessä on luovutustappion sijasta siihen rinnastettava arvonmenetys, joka perustuu samaiseen TVL:n 50 § ja koskee ainoastaan arvopapereita. Velkasaamisen menetystä ei rinnasteta luovutustappioon. Arvonmenetyksen voi vähentää kuten luovutustappion.¹²³

TVL:n 31 § säädetään ansio- ja pääomatuloja koskevien vähennyksien erityisistä säännöksistä ja määrittellään tulon hankkimisesta johtuneita luonnollisia menoja. Pääomatulojen hankkimisesta ja säilyttämisestä johtuneiden menojen vähennysoikeudesta taas määrätään TVL:n 54.1 §.¹²⁴ Luonnolliset menot jotka kohdistuvat pääomaan, voidaan vähentää ensisijaisesti vain pääomatulolajissaan. Mikäli vähennyksiä ei voida hyödyntää täysimääräisesti, voivat menot tulla vähennettäväksi kuitenkin alijäämähyvityksenä ansiotuloista, josta säädetään TVL:n 131 §. Mikäli verovelvollinen ei pysty hyödyntämään vähennyksiä myöskään alijäämähyvityksenä syntyy pääomatulolajin tappiota, josta säädetään TVL:n 60 §.¹²⁵

¹²¹ Keown – et al. (2008) s.403

¹²² Verohallinto (2016a)

¹²³ Harju - et al. (2017) s. 28 ja Ossa (2013) s. 184

¹²⁴ Myrsky ja Rabinä (2014) s. 273

¹²⁵ Myrsky ja Rabinä (2014) s. 273

Luonnollinen henkilö voi vähentää osinkotulon hankkimiseen kohdistuneita kuluja. Vähennyskelpoista on osinkotulon hankkimiseen kohdistuvat korot, sekä hankkimisesta johtuneet menot. Arvopapereiden säilyttämisestä ja hoidosta ja näihin rinnastettavien omaisuuseristä aiheutuneita menoja voi vähentää 50 euron omavastuuosuuden ylittävältä osuudelta.¹²⁶ TVL:n 31.4 mukaan puhdasta vähennyskelpoista menoa laskettaessa vähennyskelpoisia menoja eivät ole verovapaan tulon hankkimisesta johtuneet menot. Kuitenkin osinkotulon hankkimisesta johtuneet menot ovat täysin vähennyskelpoisia, vaikka osa osinkotulosta olisikin saajalleen verovapaata tuloa.¹²⁷

Pääomatulon hankintaan saattaa kohdistua myös yleiskuluja, jotka kohdistuvat laajemmin luonnollisen henkilön koko pääomatuloon, pelkän pääomatulolajin sijasta. Yleiskuluja voi olla muun muassa ammattikirjallisuus tai omaisuuden säilyttämisestä, sekä hoidosta aiheutuneet kulut. Yleiskulut katsotaan vähennyskelpoisiksi pääomatulolajissa, mikäli niitä ei pidetä elantomenoina tai tulon käyttämisenä. Tällaiset yleismenot voidaan vähentää yleisinä pääomatulolajin tulon hankkimisesta aiheutuneena menona, eikä pelkästään oman pääomatulolajinsa sisällä.¹²⁸

Julkisen osakeyhtiön ja yksityisen osakeyhtiön jakamien osinkojen verotus eroaa Suomessa. Tästä johtuen, muun muassa listatutumisen kynnyksellä yksityisen osakeyhtiön tietyin edellytyksin omistajalleen edullisempi verotus voi aiheuttaa painetta pysyä listaamattomana yrityksenä. Tämän vuoksi yksityisen osakeyhtiön osingonjakoa sivutaan tässä työssä.

Yksityisestä osakeyhtiöstä jaettuja osinkoja verotetaan TVL 33 b §:n mukaisesti. Osingonsaajalle 75 prosenttia osingosta on verovapaata tuloa ja 25 prosenttia verotettavaa pääomatuloa siihen asti kuin osingonjako ei ylitä osakkeelle laskettua matemaattista 8 prosentin vuotuista tuottoa, eikä osingon jako ylitä 150 000 euroa osakkeen saajaa kohti. Mikäli jaettu osinko ylittää 150 000 euron rajan, verotetaan ylimenevää osuutta 85 prosenttisesti osingonsaajan pääomatulona, kun loput 15 prosenttia on osingonsaajalla verovapaata tuloa. Mikäli jaettu osinko ylittää osakkeelle lasketun 8 prosentin vuotuisen matemaattisen tuoton,

¹²⁶ Verohallinto (2017)

¹²⁷ Myrsky ja Rabinä (2014) s. 273

¹²⁸ Myrsky ja Rabinä (2014) s.273

verotetaan osinkoa rajan ylittävältä osuudelta 75 prosenttisesti osingonsaajan ansiotulona, jäljelle jäävän 25 prosentin ollessa osingonsaajalle verovapaata tuloa.

VML:ssa määriteltyä peiteltyä osinkoa verotetaan TVL 33 d § mukaisesti 75 prosenttisesti ansiotulona, jäljelle jäävän 25 prosentin ollessa peitellyn osingonsaajalle verovapaata tuloa. Mikäli peitelty osinko on kuitenkin maksettu TVL 33 c määritellystä ulkomaalaisesta yhteisöstä on peitelty osinko kokonaan saajansa veronalaista ansiotuloa.

Tässä osiossa ei keskitytä yhteisöiden tai rahastojen saamiin osinkoihin. Kokonaan yhteisöiden tai muiden verovapaasti toisista yhteisöstä saamien voittojen verovapautta ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä yrityksen voitonjaon valinta saattaa riippua sen omistusrakenteesta. Asia nousee tutkielmassa esille, kun se on relevanttia aiheen käsittelyksi. Tilanne tulee eteen muun muassa veroneutraliteetin näkökulmasta, ja jo aiemmin mainitussa yrityksen voitonjaon suunnittelussa.

Mikäli Suomessa asuva osingonsaaja saa osinkoa sellaisesta yhtiöstä, jonka kotipaikkana on EU, tai jokin sellainen valtio jonka kanssa Suomella on verosopimus, joka sisältää osinkojen verotusta koskevan pykälän – pidätetään suomalaisen osingonsaajan osingosta lähdevero. Osassa Suomen bilateraalisisissa verosopimuksista lähdeverosta on myös päätetty pidättäytyä. Tällöin mikäli osingon jakaneen yrityksen kotimaa pidättää lähdeveron, voi suomalainen sijoittaja hakea koko palautetun lähdeveron takaisin kyseisen maan veroviranomaisten ohjeiden mukaan. Mikäli Suomella ja yhtiön lähdevaltiolla ei ole verosopimusta, on osinko suomalaisen osingonsaajan veronalaista ansiotuloa.¹²⁹

Lähdevero maksetaan osinkoa jakavan yhtiön kotivaltioon. Suomalaiselle osingonsaajalle veroaste on yhtenevä, kuin osinko oltaisiin saatu suomalaisesta yhtiöstä. Julkisesti noteeratusta yhtiöstä maksetusta osingosta veronalaista pääomatuloa on 85%. Pidätettävän lähdeveron suuruus riippuu maiden välisestä verosopimuksesta. Suomen valtio hyvittää pidätetyn lähdeveron, siitä verosta, joka Suomessa osingonsaajalle määrätään samasta tulosta. Ulkomaille maksettua lähdeveroa hyvitetään kuitenkin enintään siihen asti kuin vastaavasta osingosta oltaisiin Suomessa maksettu veroja, sen jälkeen, kun tuotosta on vähennetty kulut ja mahdolliset lainojen korot. Mikäli lähdeveroa jää hyvittämättä, voi hyvityksen hyödyntää seuraavien 5 vuoden kuluessa. Mikäli lähdevaltio on perinyt liikaa lähdeveroa, tulee

¹²⁹ Verohallinto (2018a)

osingonsaajan hakea lähdeveron palautusta paikallisilta veroviranomaisilta. Suomen Verohallinnosta saa palautushakemukseen tarvittavan todistuksen asumisestaan Suomessa.¹³⁰

TVL 10 § määrittelee Suomesta saatuja tuloja. Muun muassa osinko tai siihen rinnastettava tulo, jonka lähteenä on suomalainen yhteisö – ovat Suomesta saatua tuloa. LähdeVL 3 §:ssa määrätään tulolajeista, joista lähdevero on maksettava, ellei muuta ilmene. Tulolajit sisältävät muun muassa rajoitetusti verovelvollisen saamat osingot. Näin ollen, mikäli ulkomaalainen osingonsaaja saa osinkoa suomalaisesta osakeyhtiöstä, perii Suomi vastaavasti verosopimuksen mukaisen lähdeveron.

2.9 Lähimmät substituuatit suorille osakesijoituksille

Suorien osakesijoitusten lisäksi luonnolliset henkilöt voivat sijoittaa arvopaperimarkkinoille erilaisten järjestelyiden kautta. Tässä työssä on rajattu ulos sijoitusyhtiöt, sekä sijoitusmuodot joihin liittyy huomattavia nostorajoitteita tai todellisia vakuutuksia.

Mahdollisia osakesijoitukset korvaavia sijoitusmuotoja tai -tuotteita ovat muun muassa sijoitusrahastot, kapitalisaatiosopimukset, ETF:ät (*Exchange-traded fund*), joukkovelkakirjalainat, warrantit ja esimerkiksi indeksilainat.¹³¹ Aiemmin pörssiin sijoitettaessa myös säästöhenkivakuutus oli perinnönjakoaan jo huomioiville sijoittajalle edullinen valinta. Vuoden 2018 alusta lukien säästöhenkivakuutusten perinnönjaossa aiemmin käytössä ollut veroetu lähimmäisille kuitenkin poistui. Säästöhenkivakuutus on yhä yksi vartenotettava sijoitusmuoto. Tämän työn rajauksien vuoksi, säästöhenkivakuutuksia ei kuitenkaan käsitellä tämän tarkemmin. Sen sijaan, työn kannalta oleellisimpia vaihtoehtoisia sijoitusmuotoja, jolla sijoituksentekijä voi sijoittaa osakkeisiin ovat kolme ensin mainittua eli sijoitusrahastot, kapitalisaatiosopimukset ja ETF:ät. Käsittelen lyhyesti kahden ensimmäisen ominaisuuksia ja verotusta.

¹³⁰ Verohallinto (2018a)

¹³¹ Finanssivalvonta (2018b)

2.9.1 Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastojen toiminnasta säädetään Suomessa sijoitusrahastolaissa. Toimintaa voi harjoittaa ehtojen täytyessä pääsääntöisesti Suomeen tai ETA-alueelle sijoittautunut sijoitusrahasto. Rahastoyhtiö ei itse omista sijoitusrahaston varoja – vaan hallinnoi niitä, sijoitusrahastonomistajien puolesta. Sijoitusrahastoon sijoittava hankkii sijoitusrahastosta itselleen rahasto-osuuksia. Rahasto-osuuden omistajalle syntyy oikeus sijoitusrahaston pääomaan, rahasto-osuuksien lukumäärän mukaisesti. Rahasto-osuudet jakautuvat joko tuotto- tai kasvuosuuksiin. Pörssilistattuja rahasto-osuuksia kutsutaan ETF:iksi. Tällöin sijoitusrahastolaissa määriteltyjen tuotto- tai kasvuosuuksien sijasta - puhutaan laissa määrittelemättömästä, mutta vakiintuneesti indeksiosuudesta. Kasvuosuudelle kertyvä tuotto pääomitetaan, eli sijoitetaan uudelleen sijoitusrahaston sääntöjen mukaisesti. Tällöin kasvuosuuden arvo pitkällä aikavälillä nousee. Kasvuosuuden omistaja saa rahasto-osuuteensa perustuvan tuottonsa realisoimalla kasvuosuuksiaan, eli myymällä joko osan tai koko osuutensa rahastoyhtiön varoista. Tuotto-osuudelle kertyvä tuotto maksetaan omistajille vuosittain. Sekä tuotto-osuudelle kertyvä tuotto, että sijoitusrahaston luovutukset ovat luonnollisen saajansa verotettavaa pääomatuloa. Sijoitusrahastojen luovutuksissa noudatetaan yleistä luovutusjärjestystä eli FIFO-periaatetta, ellei luovuttanut muuta näytä.¹³²

TVL:n 20 § tyypitellään tuloverosta vapautetut yhteisöt. Pykälän mukaan sijoitusrahastot on vapautettu tuloverosta. Tällä tapaa, sijoitusrahastoon sijoittava saa lykkääntymisedun vuotuiselle sijoitusrahastolle maksettavalle tuotolleen. Sijoitusrahaston kautta osakkeisiin sijoittavan luonnollisen henkilön lykkääntymisetu muodostuu, kun sijoitusrahasto vastaanottaa osingot verovapaasti - ja sijoittaa ne takaisin markkinoille ennalta määriteltyjen sääntöjensä mukaisesti. Tuotto-osuuksien mukaisesti toimivien sijoitusrahaston kautta tehtävät sijoitukset sisältävät suoriin osakesijoituksiin nähden etua lähinnä vain helposta hajauttamisesta, ja sen vaivattomuudesta. Jäljemmin puhuttaessa sijoitusrahastoista tässä työssä tarkoitetaan sijoitusrahastoja, jotka toimivat kasvuosuuksien mukaan.

Sijoitusrahastosta sijoittajalle maksettu voitto-osuus on TVL:n 32 § mukaisesti saajansa veronalaista pääomatuloa. Myös ulkomailta saatu voitto-osuus on suomalaisen saajansa

¹³² Verohallinto (2015)

veronalaista pääomatuloa. Suomalaisen sijoitusrahaston maksama voitto-osuus on TVL:n 10.1 § mukaisesti Suomesta saatua tuloa, jota voidaan lähtökohtaisesti verottaa Suomessa - vaikka tulonsaaja olisi rajoitetusti verovelvollinen, mikäli verosopimus ei sitä estäisi, tällöin verotus rinnastuisi osinkoihin ja voitto-osuudesta perittäisiin lähdevero. Voitto-osuus on kuitenkin verosopimuksessa erikseen mainitsematonta, eikä sitä pidetä osinkoartiklan mukaisena osinkona. Tällöin Suomi ei verota verosopimustilanteessa ulkomaille maksettuja voitto-osuuksia, ellei verosopimuksessa nimenomaisesti mainita voitto-osuuden verottamisesta lähdevaltiossa.¹³³

2.9.2 Kapitalisaatiosopimukset

Kapitalisaatiosopimuksella tarkoitetaan henkilön ja vakuutusyhtiön tai palveluntarjoajan välistä määräaikaista säästö- tai sijoittamissopimusta. Kapitalisaatiosopimuksessa ei ole vakuutettua henkilöä, minkä vuoksi se muistuttaa enemmän indeksilainaa kuin normaalia säästö- tai sijoitusvakuutusta. Kapitalisaatiosopimus voi olla sijoitussidonnainen tai laskuperustekorkoinen, tai näiden yhdistelmä. Kapitalisaatiosopimuksen tuotosta käytetään myös termiä säästö. Useimmiten kapitalisaatiosopimuksen tuotto maksetaan kertasuorituksena sopimuksen omistajalle, kapitalisaatiosopimuksen eräännyttyä. Laskentaperustekorkoisessa kapitalisaatiosopimuksessa tuotto määräytyy ennalta sovittujen laskuperustekoron ja mahdollisen asiakashyvityksen mukaisesti. Vakuutusyhtiö päättää minne asiakkaan kapitalisaatiosopimuksen myötä tehdyt maksut sijoitetaan, kun kyseessä on laskentaperustekorkoinen kapitalisaatiosopimus. Sijoitussidonnaisessa kapitalisaatiosopimuksessa sijoittajan tekemillä maksuilla vakuutusyhtiö taas hankkii niitä sijoituskohteita, joita asiakas haluaa. Sijoitussidonnaiset kapitalisaatiosopimukset eivät usein ole pääomaltaan turvattuja, joten kokonaistuotto voi olla tappiollinen. Jäljemmin tässä työssä puhuttaessa kapitalisaatiosopimuksesta, tarkoitetaan nimenomaisesti sijoitussidonnaisia kapitalisaatiosopimuksia.¹³⁴

Teknisesti kapitalisaatiosopimus on sopimus pääoman takaisinmaksusta, vakuutustekniset laskelmat huomioiden. Sopimuksen tehnyt maksaa vakuutusyhtiölle suorituksen, joka

¹³³ Ossa (2013) s. 194-195

¹³⁴ Verohallinto (2016b)

muodostaa hänelle saatavan tietyin perustein vakuutusyhtiöltä. Luonnollisten henkilöiden tekemät kapitalisaatiosopimukset ovat luonteeltaan pitkäaikaisia ja passiivisia, sekä elinkeinotoimintaan liittymättömiä. Tämän vuoksi kapitalisaatiosopimusten tuotto kuuluu luonnollisen henkilön henkilökohtaisen toiminnan tulonlähteeseen. Kapitalisaatiosopimuksen myötä ansaittu tuotto, on varallisuuden kerryttämää tuloa – minkä vuoksi, sitä pidetään luonnollisten henkilöiden verotuksessa pääomatulona. Sen sijaan, ennen kapitalisaatiosopimuksesta tehtäviä suorituksia vakuutusyhtiöltä vakuutuksen ottajalle – tuotto, kuten osingot tai luovutusvoitot ovat vakuutusyhtiön tuloa, jolloin ne eivät aiheuta välitöntä veroseuraamusta kapitalisaatiosopimuksen tehneelle. Sijoitussidonnaisissa kapitalisaatiosopimuksissa tuotto on selvillä, kun sopimus erääntyy tai kun koko sopimuksen takaisinosto tehdään ennen sopimuksen erääntymistä. Vakuutusyhtiön sijoittajalle maksamissa suorituksissa on kyse osaltaan pääomanpalautuksesta, ja osaltaan pääomalle kertyneestä tuotosta. Alkujaan sijoitetun pääoman ylittävät suoritukset ovat sijoitukselle kertynyttä tuottoa. Sijoitussidonnaisen kapitalisaatiosopimuksen arvonkehitys riippuu sijoituskohteista ja markkinan kehityksestä.¹³⁵

Yhteenvetona sijoitussidonnainen kapitalisaatiosopimus muistuttaa tässä työssä myöhemmin käsiteltävää Viron sijoitussäästötiliä. Yhtymäkohtia on muun muassa siinä, että sopimuksen sisäisen tuotto kuten osingot, korot tai luovutusvoitot eivät aiheuta sopimuksen omistajalle välitöntä veroseuraamusta. Veroa maksetaan kotiutettaessa pääoman tuottoa voimassaolevan pääomatuloveroprosentin mukaisesti. Toisin sanoen luovuttaessa eli vakuutusyhtiön takaisinostaessa kapitalisaatiosopimuksen tai sen erääntyessä ennalta sovitusti - hankintamenon eli kapitalisaatiosopimukseen tehtyjen suoritusten ylittävältä osuudelta maksetaan pääomaveroa.

Sopimus sisältää kuitenkin kustannuksia, lisäksi riski vakuutusyhtiön konkurssista on olemassa. Riskiä pienentää pääomaan kohdistuvat vaatimukset ja Finanssivalvonnan suorittama valvonta. Koska vakuutusyhtiö omistaa kapitalisaatiosopimuksen myötä tehdyt sijoitukset, ei kapitalisaatiosopimuksen voi ainakaan sanoa edistävän pörssiomistusten avoimuutta. Lisäksi vakuutusyhtiön hinnoittelu, voi vaikuttaa vakuutuksenomistajan

¹³⁵ Verohallinto (2016b)

toimintaan – mikäli esimerkiksi sopimuksen ennen aikaisesta keskeyttämisestä aiheutuisi liian suuret kulut suhteessa sijoituspääomaan. Näin ollen kapitalisaatiosopimus voi aiheuttaa myös lukkiintumisvaikutusta. Kapitalisaatiosopimuksen ottaja ei myöskään saa vähentää mahdollisia tappioita verotuksessaan. Tuotteen etuna on veronmaksun lykkääminen myöhempään ajankohtaan.

2.10 Veroteoriaa lyhyesti

Grahamin (2001) mukaan veroilla on vaikutusta yrityksen pääoman koostumukseen, sisältäen päätöksiä vieraasta sekä omasta pääomasta, leasingin palveluista ja muista rahoitusinstrumenteista. Veroilla on myös rooli yrityksen riskien hallinnassa ja voitonjakopolitiikassa - sisältäen päätöksiä osingonjaosta ja omien ostoista. Tutkimukset myös näyttävät, että veroilla on vaikutusta palkitsemisen ja eräiden eläkeperusteisen kannustinjärjestelmien ajoitukseen. Verot vaikuttavat myös liiketoiminnan organisointitapaan – toisin sanoen, valitaanko järjestäytymisen muodoksi esimerkiksi osakeyhtiö vai jokin henkilöyhtiöstä. Lisäksi verojärjestelmien kansainvälinen monimuotoisuus ja lajien rikkaus tarjoaa kansainvälisille yrityksille erilaisia kannusteita yrityksen päätöksiä tehtäessä.¹³⁶

Kappaleessa käsitellään veroteoriaa kolmen lähestymistavan kautta. Kappale painottuu verojärjestelmän neutraaliuuden pyrkimykseen. Käsiteltäessä verotusta, investointeja ja voitonjakoa pyöritään kolmen toimijan sektoreilla.

Kari (2015) nostaa esille kysymyksen: Onko yhteisöjä verotettava tuloksestaan suoraan, kun yksityiset lopulta kuitenkin kantavat lopullisen verotaakan. Eikö tällöin olisi loogisempaa verottaa yksityisiä suoraan, yhteisön sijasta?’’ Kari myös vastaa kysymykseensä, ja esittää näkemykselleen kaksi argumenttia. Ensimmäiseksi vain yksityishenkilöiden verottaminen johtaisi siihen, että verot tuloutuisivat valtiolle väistämättä myöhemmin, jolloin niiden nykyarvo myös saattaisi laskea. Toiseksi mikäli yhteisöjä ei verotettaisi, kannustaisi se yksityisiä pyrkimään siirtämään tulojaan yhteisöön, ja tulouttaa näitä itselleen erilaisina etuuksina ja alemmin verotettuna pääomatulona.¹³⁷

¹³⁶ Graham (2001) s.1

¹³⁷ Kari (2015) s.8

2.10.1 Yhteiskuntataso

Vartiainen et al. (2013) mukaan verojärjestelmän tärkeimpänä tehtävänä on rahoittaa yhteiskunnan julkisia palveluja, ja yhteiskunnassa tehtäviä tulonsiirtoja. Verojärjestelmän toteuttaminen, eli veronkanto tulee tehdä oikeudenmukaisesti ja siten, että verotuksesta johtuvat talouden toimintaan kohdistuvat vaikutukset jäävät mahdollisimman pieniksi. Verotus vaikuttaa verosubjektien eli yritysten ja kotitalouksien toimintaan, jotka tekevät toiminnassaan taloudellisia pitkävaikutteisiakin valintoja. Valtion harjoittaman veropolitiikan tuleekin tämän vuoksi olla paitsi ennustettavaa, myös johdonmukaista. Lisäksi hyvä verojärjestelmän piirteitä on se, että verojärjestelmä on riittävän yksinkertainen ja helppo toimeenpanna.¹³⁸

Niskakangas (2011) luettelee erilaisia verotuksen tavoitteita seuraavasta: fiskaaliset tavoitteet, kasvupoliittiset tavoitteet – sisältäen investoinnit, tutkimuksen ja kehityksen, työvoiman että yrittäjyyden. Lisäksi tavoitteet voivat olla tulonjakopoliittisia, asuntopoliittisia, terveystaloudellisia, suhdannepoliittisia, ympäristöpoliittisia ja jopa kulttuuripoliittisia.¹³⁹

Verojärjestelmän tulee tuottaa riittävä määrä tuloja julkisten palveluiden, että tulonsiirtojen kattamiseksi. Lisäksi verojärjestelmän ei tule tarpeettomasti ohjata taloudellisten subjektien toimintaa. Hyvä verojärjestelmä ei myöskään heikennä kannusteita investoida. Yrityksen rahoituslähteen valinta tai investointien kohdentuminen, ei myöskään tulisi olla verojärjestelmän ominaisuuksien vaikutuksista ohjattua. Lopuksi verojärjestelmän ei tule kannustaa veropohjaa rapauttavaan verosuunnitteluun.¹⁴⁰ Hyvän verojärjestelmän tärkeä piirre on, että se ei vaikuta tarpeettomasti talouden pitäjien käyttäytymiseen, tällöin verotuksen aiheuttama hyvinvointitappio jää mahdollisimman pieneksi. Hyvään verojärjestelmään pyritään verorakenteen, eri veromuotojen muodostaman veropohjan ja sopivien verokantojen avulla.¹⁴¹

¹³⁸ Vartiainen – et al. (2013) s.1-2

¹³⁹ Niskakangas (2011) s.5-6

¹⁴⁰ Harju - et al. (2017) s.11

¹⁴¹ Vartiainen - et al. (2013) s.3

Täysin neutraalivero on sellainen vero, joka ei vaikuta verosubjektien käyttäytymiseen. Se onko tällaista veroa olemassa, on avoinna. Esimerkkinä neutraalista verosta olisi sellainen, joka jokaisen verovelvollisen olisi maksettava riippumatta verovelvollisen tuloista, tai muista olosuhteista. Täysin neutraalin veron toteuttaminen onkin hankalaa. Vero voi kuitenkin olla neutraalimpi. Vero voi olla neutraali eri sijoitusmuotojen valinnan kohteen. Esimerkiksi vero olisi neutraali kohdentuessaan yhtäläisesti eri sijoituskohteiden tuottoon. Tämänkaltaisen vero luultavasti vääristäisi verosubjektin säästöjen määrään kohdistuvaa päätöstä, mutta olisi neutraali verosubjektin päätöksille hänen vertaillessaan eri sijoitusmuotoja.¹⁴² Vartiainen et al. (2013) mukaan verotus vaikuttaa aina väistämättä verosubjektien käyttäytymiseen, ja josta aiheutuu yhteiskunnalle kustannuksia enemmän kuin yhteiskunta onnistuu varoja keräämään verotuloina.¹⁴³

2.10.2 Yritystaso

Velkarahoituksen suosiminen yrityksen rahoituslähteen valinnassa aiheuttaa muutamia ongelmia. Harju et al. (2017) mukaan korkea velkaisuusaste lisää yritysten haavoittuvuutta makrotaloudellisten šokkien aikana. Haavoittuvuus lisääntyy, mikäli ja kun yritykset hankkivat enemmän vierasta pääomaa sen ollessa edullisempaa. Oman pääoman ollessa vierasta kalliimpaa - nousee yritysten investointien tuottovaade, sillä vaikka osan investoinneista voi rahoittaa vieraalla pääomalla, on osa aina rahoitettava nyt epäedullisemmassa asemassa olevalla omalla pääomalla. Käytettävissä olevat resurssit voivat myös ohjautua helpommin sellaisille aloille, joissa toteutettuja investointeja voidaan käyttää helpommin hankitun vieraan pääoman vakuutena. Eroava kohtelu vieraalle ja omalle pääomalle, saattaa johtaa kärjistyneisiin talouden vaihteluihin ja alhaisempaan tuottavuuskehitykseen, johtuen resurssien allokoitumisesta vähemmän tuottaviin kohteisiin.¹⁴⁴

Verotuksen ei tule heikentää insentiivejä investoida. Tämän vuoksi yrittäjien pääoma panoksen verokohtelun tulisi olla samanlainen kuin muidenkin eri säästömuotojen verokohtelun.

¹⁴² Vartiainen – et al. (2013) s.3

¹⁴³ Vartiainen - et al. (2013) s. 5

¹⁴⁴ Harju– et al. (2017) s.99

Rahamarkkinoille tehtävät sijoitukset ovat yrittäjille vaihtoehtoinen sijoituskohde, joka samalla osalta määrittää yrityksissä tehtävien investointien tuottovaatimukset. Tällöin mikäli vaihtoehtoista sijoituskohdetta verotetaan kevyemmin kuin yritykseen tehtävää sijoitusta – yritykseen tehtävän sijoituksen tuottovaatimus kasvaa yhä korkeammaksi. Korkeampi tuottovaade johtaa siihen, että vain erityisen tuottavat investoinnit toteutetaan. Tällöin hieman heikommät investoinnit voidaan jättää toteuttamatta, vaikka ne kansantaloudellisesta näkökulmasta olisivatkin toteuttamiskelpoisia, mistä yhteiskunnalle aiheutuu hyvinvointitappiota.¹⁴⁵

Omistajan osakeyhtiöön sijoittaman pääoman osinkotuottoihin kohdistuu kaksinkertainen verotus. Ensin yritys maksaa yhteisöveron, ja osingoista omistaja maksaa pääomatuloveroa. Sen sijaan, velalla rahoitetun investoinnin tuotosta ei makseta yhteisöveroa – sillä korko on yritykselle vähennyskelpoinen meno. Huomionarvoista on, että rahoituksen myöntäjä toki usein maksaa korkotulostaan veron. Kuitenkin, osakerahoitteen investoinnin tuotto verotetaan kahteen kertaan, minkä vuoksi sen veroaste on vieraan pääoman ehtoista investoinnin veroastetta korkeampi. Kaksinkertainen verotus vähentää oman pääoman houkuttelevuutta rahoituksen valinnassa, ja osaltaan kannustaa yritystä velkaantumaan.¹⁴⁶

Yritykset voivat käyttää osan kertyneistä voittovaroistaan investointiensa rahoittamiseen. Yrityksen sisään jätetyt varat kasvattavat yhtiön pääomakantaa, ja siten yhtiön omistukseen oikeuttavien osakkeiden markkina-arvo kasvaa. Omistajan myydessä osakkeitaan myöhemmin, tulee osakkeiden arvonnousuun perustuva tuotto verotetuksi myös kahteen kertaan. Sillä, aluksi yritys on alun perin maksanut yhteisöveroa, ja nyt luovutusvoittovero kohdistuu omistajaan. Yhteisöveron kaksinkertaisen verotuksen vaikutukset pysyvät pääosin samoina. Yhteisövero kannustaa vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen, ja samalla vähentää investointeja pääomavaltaisille toimialoille, joissa osakeyhtiö yhtiömuotona on tarpeellinen.¹⁴⁷ Vartiainen et al. (2013) mukaan yritykseen jätettyjen voittovarojen kaksinkertainen verotus on tärkeämpi ongelma kuin jaetun voiton kaksinkertainen verotus. Tutkijan puolustavat

¹⁴⁵ Vartiainen– et al. (2013) s.18

¹⁴⁶ Vartiainen - et al. (2013) s.32

¹⁴⁷ Vartiainen - et al. (2013) s.32

näkemystään sillä, että pääosa nykyisin toteutettavista investoinneista rahoitetaan kertyneillä voittovaroilla.¹⁴⁸

2.10.3 Kotitaloustaso

Yksityishenkilön verotus perustuu asuinvaltioperiaatteelle, jolla tarkoitetaan sitä – että verosubjekti on velvollinen ilmoittamaan globaalit tulonsa asuinvaltiolleen. Asuinvaltiolla on ensisijainen oikeus verosubjektien tulojen verottamiseen. Tutkijat jatkavat, että valtioiden välisen tietojenvaihdon yhä syvennettyä, tulee verosubjektien säästöjen normaalituoton ja sen ylittävän tuoton verokohtelun eriyttäminen edelleen tärkeämmäksi. Suomalaisessa tuloverojärjestelmässä pääomatuloja verotetaan ansiotuloja kevyemmin. Alhaisempaa veroastetta on perusteltu muun muassa varallisuuden ollessa siirrettävissä toiseen maahan suhteellisen helpolla tavalla.¹⁴⁹

Suomessa arvopapereille kertyvää arvonnousua verotetaan silloin kun arvonnousua realisoidaan, eikä silloin kun arvonnousu on syntynyt. Tämä lisää lukittautumisvaikutusta, sillä varallisuuserän myyntiä lykkäämällä omistaja siirtää veronmaksua tulevaisuuteen. Lukittautumisvaikutus voikin johtaa tilanteeseen, jossa omistaja pitää varallisuutensa vähemmän tuottavassa kohteessa. Paremminkin tuottava kohde voikin olla varojensa allokointia harkitsevalla heikompi, kun huomioidaan luovutusvoittoon kohdistuva välitön verotus. Tämä voi johtaa resurssien epäoptimaaliseen allokointiin.¹⁵⁰ Mikäli ongelma kertaantuu yhteiskunnan tasolla, eli kaikkien varojen allokointia harjoittavien kohdalla, syntyy epäoptimaalista allokointia varmasti.

Realisointiin perustuva verotuksen myötä, verotettavaksi laskettu tulo on usein määritelty väärällä tapaa – verrattuna tilanteeseen, jolloin arvonnousua verotettaisiin sen kertymisperiaatteella.¹⁵¹ Eerola (2015) jatkaa, että vaikka nykyisen kaltaista realisointiperusteiseen luovutusvoittojen verotukseen kohdistuvia ongelmia pidetään vakavina

¹⁴⁸ Vartiainen - et al. (2013) s.32

¹⁴⁹ Vartiainen – et al. (2013) s18

¹⁵⁰ Eerola (2015) s .1-2

¹⁵¹ Torkkeli ja Kukkonen (2017) s. 50.

– ei toistaiseksi olla pystytty esittämään hyvää ratkaisua, joka pätsi kaikkiin eri varallisuuseriin.¹⁵² Kaikkia varallisuuseriä huomioivaan ratkaisuun ei vähemmin yllättäen pysty tämä tutkielmakaan. Työssä näkökulma on pörssinoteerattujen arvopapereiden neutraali kohteluun.

Luovutusvoittoverotuksessa on myös kaksi puolta. Luovutusvoittojen verottaminen leikkaa sekä positiivista, että negatiivista arvonnousua. Sillä tilanne jossa omaisuuserän luovutustappion saattaa vähentää, on omaisuuserän luovuttaminen houkuttelevampaa verrattuna tilanteeseen, jossa koko tappio jäisi omaisuuserän luovuttajan kannettavaksi.¹⁵³

Eerolan (2015) mukaan omaisuuseriin kohdistuvan arvonnousun verotus - joka tapahtuu, kun omaisuus realisoidaan - mahdollistaa veropohjan luotettavan arvioinnin. Luovutusvoiton nykyisenkaltainen verotus, ei liiemmin aiheuta maksajalleen likviditeettiongelmaa, sillä varat veroihin saadaan niihin liittyneestä luovutuksesta. Järjestelmää voidaan pitää myös hallinnollisesti kevyenä, koska varallisuuserien arviointiin joudutaan ryhtymään vasta, kun varallisuutta realisoidaan.¹⁵⁴

Eerolan (2015) mukaan pääomatuloverotuksen lukittautumisvaikutusta voidaan pyrkiä vähentämään ainakin kahdella tapaa. Ensimmäiseksi asia voitaisiin ratkaista siten, että arvonnousua verotetaan silloin kuin sitä syntyy. Kertymäperusteinen (*accrual basis*) mallia olisi suhteellisen helppo hyödyntää esimerkiksi julkisesti noteerattujen osakkeiden kanssa. Toisaalta yksityiset osakkeet, ja asunto-osakkeet todennäköisesti tuottaisivat vaikeuksia. Toisen mallin mukaan realisointiperusteinen luovutusvoittojenverotus järjestettäisiin siten, että lukittautumisvaikutusta ei muodostuisi. Omistusajan suhteen neutraali järjestelmä (*holding-period neutrality*) poistaisi esimerkiksi nykyisenkaltaisten hankintameno-olettamien aikarajat. Järjestelmässä omaisuuserän luovutuksen lykkääminen ei nostaisi omaisuuserän arvonnousuun kohdistuvaa verorasitusta.¹⁵⁵

¹⁵² Eerola (2015) s.19

¹⁵³ Eerola (2015) s.9

¹⁵⁴ Eerola (2015) s.18

¹⁵⁵ Eerola (2015) s.18

Eerolan (2015) mukaan luovutusvoitto ja perintöverotus täydentävät toisiaan, mutta osaltaan kohdistuvat eri tapaan. Luovutusvoitossa voidaan soveltaa jatkuvuusperiaatetta, jolloin perinnönsaajan hankintamenoksi määräytyy perinnön jättäjän hankintameno. Tällöin omaisuus siirtyy ilman veroseuraamuksia siihen asti, kunnes omaisuuserä joskus realisoidaan. Tällöin ei syntyisi likviditeettiongelmaa, mutta omaisuuserä voisi siirtyä verotta myös sukupolvien ajan. Toisaalta lukittautumisefekti kasvaisi jatkuvasti. Toinen vaihtoehto on järjestää luovutusvoittojen verotus siten, että sitä sovellettaisiin myös vastikkeettomiin luovutuksiin. Tällöin perinnönjättäjä tekisi verotuksessaan luovutuksen omaisuuden käyvästä arvosta, ja kuolinpesä kirjaa luovutuksesta joko luovutusvoiton – tai vastaavasti vähennettävän luovutustappion.¹⁵⁶

Vartiainen et al. (2013) mukaan verojärjestelmän tavoitteena tulee olla luoda kokonaisuus, joka onnistuu keräämään valtion tarvitseman rahoituksen. Verojen keruu tulee toteuttaa oikeudenmukaisuuden tavoite täyttäen, samalla muistaen minimoida verojen käyttäytymisvaikutukset ja keruun aiheuttamat kustannukset. Tavoitteena tulee olla neutraali, taloudellisesti tehokas ja verorasituksen jakautumisessa progressiivinen verojärjestelmä.

Verosubjektit päättävät kulutuksestaan, investoinneistaan, säästämisestään ja näiden transaktioiden ajoittamisesta. Säästäminen on varojen siirtoa tulevien transaktioiden rahoittamiseksi. Säästölle saatava korko verosubjektin tuloa, samaan tapaan kuin vaikkapa palkka. Säästölle saatava koron verotus vaikuttaa verosubjektin päätöksiin ainakin kahdella tapaa. Ensiksi koron verotus pienentää säästämisen nettotuottoa, ja siten vähentää säästämisen määrää. Toiseksi vero voi vaikuttaa verosubjektin sijoituskohteiden välillä tehtäviin valintoihin. Vartiainen et al. (2013) käyttämänä esimerkkinä on tilanne, jossa omistusasumisen verotus on kevyempää kuin yritystulon verotus. Tällöin vero ohjaa sijoituksia omistusasumiseen, yritysinvestointien sijasta. Pitkällä aikavälillä investointien ohjautuminen heikommin tuottaviin kohteisiin voi aiheuttaa tuntuviakin hyvinvointitappioita.¹⁵⁷

¹⁵⁶ Eerola (2015) s.19-20

¹⁵⁷ Vartiainen – et al. (2013) s.16-17

2.11 Hyvä verojärjestelmä ja sen tehtävät

Ekonomistien mukaan hyvä verojärjestelmän piirteet voidaan jakaa neljään tavoitteeseen. Verojärjestelmän tulisi olla yksinkertainen, tehokas, oikeudenmukainen ja ottaa huomioon rahavirtojen riittävyys. Periaatteet ovat laajalti hyväksytyjä, mutta usein konfliktissa toistensa kesken. Hyvän verojärjestelmän piirteet voi olla hankala tavoittaa, koska kun yksi spesifi tavoite on saavutettu, voi se toimia toista tavoitetta vastaan.¹⁵⁸

Torkkelin (2016) mukaan verojärjestelmän tehokkuutta voidaan lähestyä kahdesta näkökulmasta. Ensiksi tehokkuudella voidaan mitata sitä, miten kerätyt verot suhteutuvat niiden keräämisestä aiheutuneisiin kustannuksiin, jotka sisältävät veroa kantaneen veronmaksajan ja toisaalta veroviranomaisten kustannukset. Toiseksi verojärjestelmän tehokkuudella voidaan tarkoittaa sitä, miten paljon tai vähän se vaikuttaa veronmaksajan käyttäytymiseen. Veroilla on vaikutus veronmaksajien toimintaan ainakin jollain tasoilla, tällöin ne vääristävät varojen tehokasta kohdentumista markkinamekanismin myötä.¹⁵⁹ Toisaalta, joillakin veroilla voidaan nimenomaisesti pyrkiä esimerkiksi hillitsemään ympäristölle haitallisten tuotteiden tai palvelujen laajamittaista tai ylenpalttista käyttöä. Tällaisen veron ollessa kyseessä, puhutaan niin sanotusta haittaverosta. Haittaveron suorittaa fiskaalisen tavoitteensa lisäksi toista tärkeää, jonkin asian hillitsemiseen pyrkivää tavoitetta.

Hyvän verojärjestelmän piirteet ovat yksinkertaisuus, oikeudenmukaisuus ja taloudellisen kasvun edistäminen. Yksinkertainen verojärjestelmä tarkoittaa sitä, että verojärjestelmä ei ole monimutkikas ja monilukuinen. Oikeudenmukaisuudella tarkoitetaan sitä, että verojen aiheuttama verotaakka jakautuu reilusti veronmaksajille. Lisäksi verojärjestelmän tulisi olla hallinnollisesti tehokasta, jota voidaan tarkastella vertaamalla yksittäisen veron rahallista hyötyä valtiolle, ja sen keräämisen valtiolle ja kantamisen veronmaksajille aiheuttamaa hintaa. Hyvä verojärjestelmä johtaa myös oikeaan ja ennustettaviin veropäätöksiin. Verotuksen tulee myös olla läpinäkyvää ja selvää kaikkien veronmaksajien näkökulmasta.¹⁶⁰

Hyvän verojärjestelmän piirteiksi voidaan lisätä johdonmukaisuus, symmetria, kattavuus sekä joustavuus. Johdonmukaisessa verojärjestelmässä taas vältytään tarkoituksenmukaisuuden

¹⁵⁸ Torkkeli (2016) s. 39 ja 41

¹⁵⁹ Torkkeli (2016) s. 41

¹⁶⁰ Torkkeli (2016) s.40

vastaisilta verojärjestelmän aukoilta, ja toisaalta verotuksessa ei ajauduta veronkantajan kannalta yllättäviin ja erityisen tiukkoihin veroratkaisuihin. Symmetrialla tarkoitetaan sitä, että jos jokin tulo on verovapaata, tulee myös sen hankkimiseen käytetyt menot olla vähennyskelpottomia. Symmetrinen verojärjestelmä käsittelee myös transaktion kumpiakin puolia samaan tapaan. Kun verojärjestelmä on riittävän kattava, myös poikkeustilanteet on otettu huomioon. Joustava verojärjestelmä taas tarjoaa mahdollisuuksia uudelleenarvioida ja muokata verotusta, perustuen kulloiseen poliittiseen tarpeeseen eri tilanteissa. Lisäksi hyvä verojärjestelmä huomioi myös muiden maiden verojärjestelmät. Hyvä verojärjestelmä on myös kilpailukykyinen suhteessa muihin maihin.¹⁶¹

Veropolitiikalla tähdätään julkisen hallinnon tavoitteiden täyttämiseen. Tärkein julkisen vallan tavoite, jonka vuoksi veroja kannetaan, on fiskaalinen tavoite, eli julkisen toiminnan rahoittaminen. Verotuksella on myös vaikutusta tulojen jakautumiseen. Kolmanneksi verotuksella voi olla mahdollista vaikuttaa talouden vakauttamiseen muiden poliittisten työkalujen ohessa, jolloin verotuksella voidaan pyrkiä saavuttamaan valittuja sosiopoliittisia tavoitteita. Neljänneksi verotuksella voidaan pyrkiä vaikuttamaan myös ympäristöllisten ja kulttuuristen tavoitteiden parempaan saavuttamiseen.¹⁶²

Torkkelin (2016) mukaan verojärjestelmän yksinkertaisuus voidaan jakaa kolmeen näkökantaan: politiikkaan, muotoon ja toimeenpanoon. Poliitiikalla tarkoitetaan valtiovallan harjoittamaan veropolitiikan yksinkertaisuutta. Muodon yksinkertaisuudella tarkoitetaan valtiovallan verolakien ymmärrettävyyttä, että selkeyttä. Viimeisenä, toimeenpanon yksinkertaisuudella tarkoitetaan veronmaksajalta vaadittavien toimenpiteiden yksinkertaisuutta, joita veroviranomaiset välttämättä tarvitsevat saattaakseen osaltaan verotuksen tehdyksi.¹⁶³ Verojärjestelmä yksinkertaisuuden pyrkimys voidaankin tiivistää veronmaksajan näkökulmasta sen ymmärrettävyyteen, vaivattomuuteen ja ennustettavuuteen.

¹⁶¹ Torkkeli (2016) s. 40-41 ja 44

¹⁶² Torkkeli (2016) s. 39-40

¹⁶³ Torkkeli (2016) s. 44

3 Kansainvälinen vertailu

Pohjoismaalaisen kaksoisverotuksen (*Dual income taxation*) eli DIT -mallin ominaisuus on se, että se jakaa henkilökohtaisen tulon pääomatuloihin ja ansiotuloihin, ja verottaa näitä tuloja eri verokannoilla. Puhdasta pääomatuloa verotetaan kiinteällä tasaverolla, kun ansiotulot tulevat verotetuksi pohjoismaihin tavanomaisella progressiivisella verolla.¹⁶⁴ Karin (2015) mukaan yhteisöverolla on mahdollisesti hyödyllinen rooli osana kehittyneen maan verojärjestelmää. Yhteisövero auttaa verottamaan yhteisöstä peräisin olevia tuottoja alhaisilla hallinnollisilla kustannuksilla. Samalla yhteisövero toimii perälautana poistaessaan yksityishenkilöiltä kannusteita siirtää tulojaan pois oman tulolähteensä piiristä, yhteisön tuloiksi.¹⁶⁵

Suomi ja Ruotsi ovat osakkaiden verotuksessa luopuneet aiemmalta periaatteelta, jossa pääomatulojen veroaste ja yhteisövero ovat yhtenevät.¹⁶⁶ Virossa sovelletaan mallia, jossa kaksinkertaista verotusta ei ole. Norjassa yhtenevillä verokannoilla pyritään poistamaan kannusteet siirtää varallisuutta sijoitettavaksi yhtiön kautta, joka Viron mallista puuttuu.

3.1 Ruotsi

3.1.1 Yhtiötaso

Ruotsissa yhteisöjen verotus perustuu yhteisön kaikkiin tuloihin. Kulut jotka liittyvät tulonhankkimiseen tai suojaukseen ovat vähennyskelpoisia verotettavaa tuloa laskettaessa. Ruotsalaiset yritykset ovat yleensä verovelvollisia maailmanlaajuisista tuloistaan. Yritys voi vähentää tappiot tulevien vuosien tuotostaan, tappioiden vähennykselle ei ole aikarajaa. Yritykset, sivuliikkeet ja pysyvän toimipaikan hankkineet ovat verovelvollisia Ruotsissa. Verovuosi Ruotsissa noudattaa kalenterivuotta.¹⁶⁷

Ruotsissa on käytössä varausjärjestelmä. Yhteisöt voivat vähentää voitostaan varauksen, joka on enimmillään neljäsosa voitosta, ennen tehtävää varausta. Tehty varaus tulee tulouttaa takaisin enintään seuraavan kuuden vuoden aikana. Tänä päivänä tehdyille varaukselle

¹⁶⁴ Kari ja Ropponen (2016b) s.4

¹⁶⁵ Kari (2015) s.25

¹⁶⁶ Kari ja Ropponen (2016b) s.5

¹⁶⁷ Torkkeli (2016) s.83

lasketaan korko, joka lisätään verotettavaan tuloon. Varausjärjestelmä onkin yhteisölle tapalyykätä osaa voiton verotuksesta maksimissaan kuudella vuodella. Tällöin varaus toimii eräänlaisena matalakorkoisena veroluottona valtiolta varauksen tehneelle yritykselle. Yritys hyötyy varauksesta korkosäästöinä.¹⁶⁸

Kari ja Ropponen (2016a) jatkavat, että varauksella voi olla edesauttava tehtävä myös tappiontasausjärjestelmää täydentävänä komponenttina. Sillä, mikäli puutteellisen tappiontasausjärjestelmä vuoksi voidaan päätyä tilanteeseen, jossa riskipitoisesta yritystoiminnasta tullaan maksaneeksi keskimääräisesti korkeampaa veroa suhteessa matalariskiseen yritystoimintaan. Tällöin verojärjestelmä ei ole neutraali, sillä investointeja voi kohdentua yhteiskunnan näkökulmasta suhteellisesti liikaa matalariskiseen yritystoimintaan. Tämänkaltaisessa tilanteessa varaus voi osaksi korjata tappiotasausjärjestelmän puutteellisuutta. Tutkijat jatkavat, että toinen tapa parantaa tappiontasausjärjestelmää on vapauttaa eri tulolajeista tehtävät vähennykset. Lisäksi tappioiden vähentäminen edellisvuosien voitoista eli ns. *carry back* järjestelmä parantaisi tappiontasausjärjestelmää yhteisöjen näkökulmasta.¹⁶⁹

Vuodesta 2013 lähtien yhteisövero on ollut Ruotsissa 22%. Efektiivinen veroaste on kuitenkin tätä alhaisempi, sillä yrityksillä on mahdollisuus tehdä jo aiemmin käsitelty vähennyskelpoinen varaus voitostaan.¹⁷⁰

3.1.2 Henkilötaso

Ruotsissa ei ole perintö- eikä lahjaveroa. Toisin kuin Suomessa, Ruotsissa noudatetaan jatkuvuusperiaatetta omaisuutta sukupolvelta toiselle siirrettäessä. Keskeinen ero Suomen ja Ruotsin välillä onkin hankintamenon laskemisessa. Siinä missä Suomessa hankintamenoksi katsotaan lahjan tai perinnön siirtohetkellä määritelty käypä arvo, Ruotsissa noudatetaan jatkuvuusperiaatetta. Toisin sanoen, omaisuuden arvonnousu saattaa jäädä sukupolvien ajaksi

¹⁶⁸ Kari ja Ropponen (2016a) s.40

¹⁶⁹ Kari ja Ropponen (2016a) s.42

¹⁷⁰ Torkkeli (2016) s. 84

verottamatta. Luovutuksensaajan hankintamenoksi katsotaan omaisuuserän luovuttaneen alkuperäinen hankintameno.¹⁷¹

Henkilöverotus on jaettu Ruotsissa kolmeen eri kategoriaan. Luonnollinen henkilö voi tulla verotetuksi, liikeluovutuksesta, ansiotulosta ja pääomatuloista. Luovutusvoitot lasketaan laajasti henkilöverotuksessa saajansa pääomatuloihin. Pääomatuloja, jotka sisältävät osingot, korot sekä luovutusvoitot – verotetaan vuonna 2018 Ruotsissa kiinteällä 30 % verokannalla.¹⁷²

3.1.3 Sijoitussäästötili Ruotsissa

Ruotsalainen osakesäästötili on oikeastaan sijoitussäästötili (Investeringsparkonto, ISK). Sijoitussäästötili on eräänlainen kuori, jonka sisällä tilinomistaja ei maksa veroa voitoistaan – vaan tiliä verotetaan kiinteämääräisesti. Tilinomistaja maksaa veroa vuosittain, riippumatta siitä, tekeekö sijoitussäästötili voittoa vai ei kyseisenä vuotena. Sijoitussäästötilin omistajan ei myöskään itse tarvitse ilmoittaa sijoitussäästötilin sisällä voitoista tai tappioista.¹⁷³

Sijoitussäästötilinhaltijan ei tarvitse maksaa veroa sijoitussäästötilille maksetuista tuotoista, kuten osingoista, koroista tai muista vastaavista suorituksista, jotka perustuvat sijoitussäästötilillä säilytettyihin varoihin. Sijoitussäästötilin liittyvät mahdolliset sisäiset tappiot eivät ole vähennyskelpoisia. Sijoittaja ei saa vähentää mahdollisia rahastomaksuja, säilytysmaksuja tai muita vastaavia sijoitussäästötiliin liittyviä kuluja. Sijoitussäästötilille ei ole myöskään mahdollista siirtää nykyisiä omistuksiaan ilman luovutusta ja siten luovutusvoittoveroa. Tilille tulee siirtää varoja, jolla tilin sisällä tilinhaltija voi hankkia haluamiaan varallisuuseriä. Tililtä saa nostaa verottomasti varoja, jotka on jo verotettu.¹⁷⁴

Ruotsin sijoitussäästötiliä verotetaan seuraavasti. Ensin sijoitussäästötilille lasketaan ns. pääomapohja, jota myöhemmin verotetaan. Pääomapohja lasketaan lisäämällä tilille talletetut uudet varat, tilillä kunkin vuosineljänneksen alussa olevien kaikkien talletusten summaan. Sijoitussäästötilin arvo tarkistetaan kuukauden ensimmäinen päivä tammikuussa, huhtikuussa, heinäkuussa sekä lokakuussa. Näiden arvojen yhteenlaskettuun määrään lisätään vielä tilille

¹⁷¹ Eerola (2015) s. 10

¹⁷² Deloitte (2018d) s.3-4

¹⁷³ Skatteverket (2018)

¹⁷⁴ Skatteverket (2018)

tehdyt talletukset, ja saatu summa jaetaan neljällä, jolloin saadaan sijoitussäästötilin pääomapohjan vuoden keskiarvo, johon verotus perustuu.¹⁷⁵

Pääomapohja kerrotaan kulloinkin voimassaolevalla sijoitussäästötilin veroasteella. Sijoitussäästötilin pääomapohjan veroaste laskettiin vielä vuonna 2017 lisäämällä 0,75 % kulloiseenkin Ruotsin valtiolainan korkoon. Veroaste ei voinut kuitenkaan olla alle 1,25 %. Esimerkiksi vuonna 2016, 30. marraskuuta Ruotsin valtiolainan korko oli 0,27 %, jolloin veroaste jäi alle 1,25 %. Tämän vuoksi vuoden 2017 sijoitussäästötilejä verotettiin kiinteällä 1,25 % minimi veroasteella. Vuoden 2018 alusta lähtien sijoitussäästötilin pääomapohjaa verotetaan 0,75 % ja valtiolainan koron sijasta 1 % ja valtiolainan korolla. Marraskuun viimeisenä vuonna 2017, Ruotsin valtiolainan korko oli 0,49 % - joten sijoitussäästötilin pääomapohjan veroasteeksi vuodelle 2018 muodostui 1,49%. Sijoitussäästötilin pääomapohjaa eli pääomapohjan veroaste (1,49%) * sijoitussäästötilin keskimääräinen pääomapohja (kruunua) verotetaan Ruotsin pääomaveroprosentilla, joka vuonna 2018 on 30%. Tällöin esimerkiksi 100 tuhannen Ruotsin kruunun pääomapohjan omaava salkku kohtaa verorasituksen $1,49\% * 100\,000 = 1490$ (verotettavaksi tuleva pääomapohjan osuus) * 30% (pääomaverokanta) = 447 kruunua. Tällöin lopulliseksi vuoden 2018 veroasteeksi muodostuu 0,447%.¹⁷⁶

Ruotsi	
Nimi:	Investeringsparkonto, ISK (2012)
Sijoitustuotteet:	Laajat
Verotus sisällä:	Pääomaan kohdistuva, 1% + valtionlainan korko, kuitenkin vähintään 1,25%. Vuonna 2018, $1,49\% * \text{Pääomavero } 30\% = 0,447\%$
Osingot:	verovapaa
Luovutusvoitot:	verovapaa
Verotus ulos:	verovapaa
Muut säännökset:	Palveluntarjoaja voi rajoittaa sijoitustuotteita (e. johdannaiset)

Taulukko 1. Ruotsin sijoitussäästötili.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Skatteverket (2018)

¹⁷⁶ Skatteverket (2018)

¹⁷⁷ Osin: Valtiovarainministeriö (2018b)

Yhteenvetona Ruotsin sijoitussäästötili verotus saattaa sijoitussäästötilin pääomapohjasta kiinteän vähintään 1,25% suuruisen pääoman verotettavaksi. Verotus toteutetaan voimassaolevalla pääomatuloveroprosentilla. Vuoden 2018 korkotilanteessa lopulliseksi veroasteeksi muodostuu 0,447%. Sijoitussäästötilillä olevia tapahtumia kuten luovutusvoittoja tai osinkoja ei veroteta. Vastaavasti sijoitussäästötilin mahdolliset tappiot eivät ole verovähennyskelpoisia. Tilinomistaja saa nostaa sijoitussäästötililtä varojaan käteisenä ilman, että niihin kohdistuu enää erillistä verotusta. Tämän vuoksi sijoitussäästötili toimii neutraalisti suhteessa osakesijoituksiin. Sijoittajalle on yhdentekevää maksaako yhtiö osinkoja, koska sijoitussäästötilin käyttäjä saa osingot verovapaasti. Tällöin myös yritysjohdon näkökulmasta suurempi osa osakkeenomistajista omaa samankaltaisen verokohtelun suhteessa luovutusvoittoihin tai osinkoihin, mikä helpottanee tunnollisen kaikkia osakkeenomistajiensa etua miettivän johdon ja yhtiökokouksen päätöksentekoa.

Ruotsin sijoitussäästötilin etuina on neutraali kohtelu pörssilistattujen sijoitustuotteiden ja rahastojen kesken. Verotusta voi myös pitää selkeänä. Itse pääomaan kohdistuva verotus sinällään muistuttaa varallisuusverotusta, mutta kohdistuu ainoastaan sijoitussäästötilin sisäiseen sijoitusvarallisuuteen. Tämä ei kuitenkaan näytä olleen ongelma. Ongelmaa pienentää se fakta, että sijoitusvarallisuuteen kohdistuva vero ei ole lisä, vaan se korvasi aiemman vieläkin käytössä olevan suorien - ei sijoitussäästötilin sisäisten varojen – verotuksen. Varallisuuteen kohdistuva vero on myös melko kohtuullinen. Lisäksi sijoitussäästötilinhaltijalla on mahdollisuus luopua sijoitussäästötilistä, mikäli siihen kohdistuva verotus muodostuu, tai uhkaa muodostua huomattavan epäedulliseksi. Ruotsin sijoitussäästötilin pääomapohjan laskenta on myös toteutettu nähdäkseni melko tehokkaasti. Se, että sijoitussäästötilille lisätyt varat lisätään vuosineljännesten sijoitussäästötilin arvoon – poistaa sen ongelman, että tilinhaltijalle ei synny motiivia ajoittaa varallisuuden siirtoa esimerkiksi loppuvuoteen, pienentääkseen verotaakkaansa. Tarkastelupisteitä on neljä, mikä lieene päätetty laskennan yksinkertaistamiseksi. Tästä syntyy mitättömän kokoinen, mutta kuitenkin olemassa oleva kannustin kaikille sijoitussäästötilien omistajille. Jos siis osakemarkkinoilla täytyy olla edestakaista liikettä, ja siten laskupäiviä pörseissä – on sijoitussäästötilin omistajan kannalta edullisinta, että nuo päivät ajoittuisivat juuri ennen sijoitussäästötilien arvontarkastusta edeltäviin hetkiin joulukuun, maaliskuun, kesäkuun ja syyskuun loppuihin, jolloin verotettavaksi tuleva keskimääräinen pääomapohja ei

muodostuisi niin suureksi. Yksilötasolla vaikutus lienee mitätön, minkä vuoksi en usko, että aihetta voisi hyödyntää pörssissä. Tämänkin teoreettisen ongelman voi kuitenkin poistaa siten, että salkun arvonmäärittäminen tehtäisiin vuosineljännesten sijasta päivittäin.

Itse sijoitussäästötilin pääomanverotuksesta kumpuaa myös likviditeettikysymys. Koska vero toteutetaan jälkikäteen eikä suoriteperusteisesti, voi tilinhaltijalle syntyä ongelma veron maksamisesta. Koska pääomaan kohdistuva vero on kohtuullisen pieni, vuonna 2018 alle 1/200 osa pääomasta. Voidaan kohtuudella olettaa, ettei se muodostu ongelmaksi. Veronmaksaja voi rahoittaa veronmaksuun esimerkiksi realisoimalla sijoitussäästötilin omistuksiaan.

Itse pääoman verottaminen tähtää normaalituottoa verottamalla sijoittajan normaalituoton ylittävän ylituoton verottamiseen, mikä on nähdäkseni järkevää. Normaalituoton verottaminen on siten tavallaan nurinkurista, mutta ajaa asiansa. Kuitenkin, koska verotus kohdistuu sijoitussäästötilin sisällöstä riippumatta koko tilin sisäiseen sijoituspääomaan – voidaan Ruotsin sijoitussäästötilin katsoa verottavan matalariskisempiä tuotteita korkeariskisempiä tuotteita kovemmin, mikä voi jossain määrin ohjata sijoittajien toimintaa kohti korkeampiriskisiä tuotteita. Esimerkiksi pelkästään kuviteltuun kiinteään ja jatkuvaan 4% tuottoon tähtäävän korkorahaston tuotosta nykyisenkaltainen verotus (0,477%) vie yli kymmenyksen, kun korkeampiriskisten esimerkiksi yli 10% tuottoon tähtäävien tuotteiden kohdalla tilanne on alle 1/20 osa. Toki sijoittaja itse kantaa vastuun sijoituksistaan, ja lienee selvää, ettei korkeampaa tuottoa tarjoavat tuotteet päihitä joka vuosi matalariskisiä substituuettejaan. Sijoittaja voi myös itse määritellä mihin kohteisiin hän sijoittaa sijoitussäästötilin kautta, ja mihin sijoitusinstrumentteihin sijoitussäästötilin ulkopuolella. Ruotsissa sijoitussäästötili tarjoaa myös hyvän tavan säästää varallisuutta jälkipolville, sillä yksittäisten osakkeiden hankintahinnoilla ei ole perinnönsaajille merkitystä. Näin ollen, sijoitussäästötilin varallisuus, kun sitä on sijoitussäästötilinä verotettu – siirtyy sellaisenaan, ilman veroseuraamuksia perijöille, jotka voivat likvidoida omaisuuden veroseuraamuksitta.

3.2 Norja

3.2.1 Yhtiötaso

Norjassa yrityksen tulosta verotetaan kertymäperusteisesti eli silloin kun se on syntynyt, vastaavasti kustannukset vähennetään silloin kun ne ovat syntyneet. Yleiset poistossäännökset

perustuvan alenevaan poistojärjestelmään. Kiinteä omaisuus, mistä poistot tehdään - on jaettu yhdeksään eri kategoriaan omaisuuden oletettu elinikä huomioiden.¹⁷⁸

Vakinaisesti Norjassa asuvat osakeyhtiöt ja yksityishenkilöt maksavat veroa nettotulostaan. Nettotulo lasketaan vähentämällä tulosta kaikki vähennyskelpoiset kustannukset. Veroa maksetaan kiinteänä tasaverona. Norjan verojärjestelmä onkin tiiviisti integroitu. Tavallisen tulon verokanta on yhtenevä sekä yksityisille ihmisille, että yrityksille. Luovutusvoitoille ei ole erillistä veroa, vaan luovutusvoitot verotetaan saajansa tavallisena tulona. Luovutusvoitto lasketaan vähentämällä myyntihinnasta alkuperäinen hankintahinta ja mahdollinen käyttämätön RRA-vähennys huomioiden.¹⁷⁹

Norjan yhteisövero laski yhden prosenttiyksikön viime vuodesta. Vuodelle 2018 yleinen yhteisöveron suuruus on 23 %. Kuitenkin yritykset, jotka toimivat rahoitusallalla, tulevat verotetuksi korkeamman 25 % yhteisöveron mukaan.¹⁸⁰

3.2.2 Henkilötaso

Kuten Ruotsissa, myöskään Norjassa ei ole käytössä perintö- tai lahjaveroa, joista Norjassa luovuttiin vuonna 2014. Samalla Norjassa siirryttiin Ruotsin tapaan käyttämään jatkuvuusperiaatetta omaisuuserien hankintamenoa laskettaessa. Norjassa jatkuvuusperiaatetta ei kuitenkaan käytetä kaikissa tilanteissa, vaan lainsäädäntö sisältää joitain poikkeuksia koskien muun muassa oman asunnon tai maatilán luovutusta. Jatkuvuusperiaatetta ei sovelleta, mikäli saanto olisi ollut verovapaata perinnönjättäjälle. Suomesta ja Ruotsista poiketen, Norjassa on yhä käytössä varallisuusvero, joka vuonna 2014 oli porrastettu siten, että yhden prosentin vero koski yli miljoonan norjan kruunun, eli noin yli 100 tuhannen euron varallisuutta. Vuonna 2015 varallisuudeksi laskettiin asunnosta ainoastaan 25 % asunnonarvosta. Norjassa oman asunnon luovutusvoitto on verovapaata, mikäli henkilö on asunut asunnossa vähintään vuoden, kuluneiden edeltävien kahden vuoden aikana. Lisäksi vuonna 2015, yksityishenkilöiden asuntolainojen korkovähennys oli mahdollista tehdä

¹⁷⁸ Torkkeli (2016) s. 79

¹⁷⁹ Torkkeli (2016) s. 78

¹⁸⁰ Deloitte (2018c) s.1

täysimittaisesti.¹⁸¹ Vuonna 2015 varallisuusvero oli 0,85 % ja omaisuuden raja-arvona veroa maksettiin 1,4 miljoonaa norjan ylittävältä omaisuudelta.¹⁸²

Eerolan (2015) mukaan, Norjassa poiketaan jatkuvuusperiaatteesta perintöä jaettaessa oman asunnon kohdalla. Norjan perintöveroratkaisun ja oman asunnon epäjatkuvusperiaatteen vuoksi – luovutusvoittoverotus ei tule kohdalleeksi eri varallisuuserin arvonnousuja neutraalisti. Tämä kannustaa sijoittamaan varallisuutta asuntoihin. Toisaalta, jos asuntojen luovutusvoittoja verotettaisiin vähentäisi se kotitalouksien liikkuvuutta, jolla taas todennäköisesti olisi negatiivisia vaikutuksia työmarkkinoihin.¹⁸³

Norjassa otettiin käyttöön vuoden 2006 alusta uusi osinkoverojärjestelmä. Mallissa henkilö saattaa vähentää osakesijoituksilleen saamastaan tuotosta vuotuisen vähennyksen, joka on sijoitusten hankinta-arvolle laskettu korkotuotto, eli *RRA-malli (Rate of Return Allowance)*, joka keventää yhtiön osakkaan osinkoverotusta. Norjan mallissa osakeyhtiön normaalituotto verotetaan vain yhteisöverossa. Sen sijaan normaalituoton ylittävä voitto, eli *rentti* – verotetaan kahdella tasolla ensin yhteisöverossa, ja sen jälkeen henkilöverossa. Henkilö voi siirtää RRA-vähennyksensä seuraaville vuosille, mikäli hänen verovuoden tulot jäävät vähennyksen maksimimäärää alemmaksi. RRA-vähennyksen voi tehdä myös realisoituneista luovutusvoitoista.¹⁸⁴ Puhuttaessa yksityisen osakeyhtiöiden voitonajosta, mutta verotuksesta myös laajemmin - Karin ja Ropposen (2016b) mukaan RRA-vähennys tekee verojärjestelmästä neutraalimman. Järjestelmä poistaa osakeyhtiön voitonjaosta päättävien yksityishenkilöiden osinkojen ajoitusongelmat ja luovutusvoittojen realisointiongelmat. Mallin avulla lukittautumisefekti poistuu tai vähenee.¹⁸⁵ Torkkeli (2016) muistuttaa, että veropohjan vahvistaminen on ollut yksi Norjan verouudistuksen ajureista. Laajempi veropohja edistää yksinkertaista verotusta ja mahdollistaa verokantojen matalamman tason. Laajempi veropohja joka heijastelee taloudellisia realiteetteja, vahvistaa myös verojärjestelmän automaattisia

¹⁸¹ Eerola. (2015) s.12-13

¹⁸² Kari ja Ropponen (2016a) s.55

¹⁸³ Eerola (2015) s. 20

¹⁸⁴ Kari ja Ropponen (2016a) s.55

¹⁸⁵ Kari ja Ropponen (2016b) s.2

vakautusmekanismeja. Tutkija uskoo, että Norjan verojärjestelmä auttaa Norjan taloutta käsittelemään finanssikriisejä paremmin kuin useat muut maat.¹⁸⁶

RRA-mallissa kaikki yksityishenkilön pääomatuetot mukaan lukien osingot ja luovutusvoitot ovat verovapaita RRA:n korkoon asti. RRA -koron ylittävät tuotot verotetaan pääomatulona. RRA-vähennys saadaan laskettua kertomalla RRA-korolla omistuksien hankintahinta. Vuonna 2016 RRA-korkona Norjassa toimi Norjan valtion kolmen kuukauden joukkovelkakirjalainan verojen jälkeinen korko. Koska RRA-vähennyksen kertoimena toimii Norjan valtion riskitönkorko, tästä seuraa se, että RRA-korko ei sisällä riskipreemiota.¹⁸⁷ Riskipreemion sisältävä korko olisi edullinen sijoittajille, sillä tällöin normaalituoton verottomuuden lisäksi, vain pienempi osa ylittävästä tuotosta tulisi verotettavaksi.

Norjassa on korostettu tavoitetta saattaa henkilöverotus ja yhteisöverotuksen veroasteet, sillä tapaa, että insentiivejä tulonmuuntamiseen ansiotuloista kevyemmin verotettavaksi pääomatuloksi ei pääse syntymään. Karin ja Ropposen (2016) mukaan Norja on pyrkinyt tavoitteeseensa kahden julkilausutun periaatteen kautta. Ensimmäiseksi, yhteisöveron verokanta asetetaan yhtäläiseksi verokannan kanssa, jolla yksityishenkilöiden pääomatuloja verotetaan henkilöverotuksessa. Toiseksi, osinkojen ja luovutusvoittojen kokonaisrajaveroaste saatetaan samalle tasolle ansiotulojen rajaveroasteen kanssa.¹⁸⁸ Tästä säännöstä voidaan Norjan kuitenkin sittemmin katsoa poikenneen.

Vuonna 2018 pääomatuloja verotetaan Norjassa 23 % veroasteella. Kuitenkin, voitto kerrotaan ennen henkilöverotusta kertoimella 1,33 jolloin efektiivinen veroaste nousee. Efektiiviseksi henkilön veroasteeksi muodostuukin $(0,23 * 1,33) = 30,59 \%$.¹⁸⁹ Luonnollisen henkilön todellisen veroaste poikkeaa yhteisöverosta, vaikka kiinteä veroaste on sama. Huomioitava toki on, että ennen luonnollisen henkilön veroasteen kertomista, osingonsaaja saa tehdä jaetusta osingosta RRA-vähennyksen, joka lasketaan kertomalla osingonsaajan osinkoon oikeuttavan

¹⁸⁶ Torkkeli (2016) s. 80

¹⁸⁷ Kari ja Ropponen (2016b) s.6-7

¹⁸⁸ Kari ja Ropponen (2016a) s.56

¹⁸⁹ Deloitte (2018c) s.3

omaisuuserän hankintahinta, kulloinkin voimassaolevalla RRA-kertoimella, eli Norjan 3 kuukauden valtiolainan korolla. RRA-korko ei kuitenkaan voi olla negatiivinen.

3.2.2.1 Esimerkki RRA-vähennyksestä.

Yhtiön voiton ollessa 100, jää yhteisöveron (23%) jälkeen jaettavaksi 77. Jaettavasta osingosta tehdään RRA-vähennys, ennen kuin osinko tulee verotettavaksi kiinteällä Suomalaista pääomatulojen verotusta vastaavalla prosentilla. RRA-vähennys lasketaan kertomalla osakkeenomistajan hankintahinta kulloinkin voimassaolevalla riskittömällä korolla. Vuoden 2018 riskitön korko määräytyy vuoden 2019 tammikuussa. Esimerkiksi vuonna 2016 riskitön korko oli 0,4. Mikäli osakkeen hankintahinta on 1000 (NOK) tulee henkilöverotuksessa verotettavaksi tuloksi osinko (77 NOK) – RRA-vähennys ($1000 * 0,4\%$) = $77 - 4 =$ verotettava tulo (73 NOK). Verotettava tulo sekä osingoista, että luovutusvoitoista - kerrotaan vuonna 2018 kertoimella 1,33 ennen varsinaista pääomatuloveroa. Verotettavaksi tuloksi muodostuu ($73 * 1,33$) = 97,09. Verotettava tulo kerrotaan voimassaolevalla pääomatulojen verokannalla, joka vuonna 2018 on 23 %. Jolloin lopullinen henkilöverotuksen myötä maksettavaksi tuleva vero on ($97,09 * 0,23$) = 22,3307. Tällöin lopullinen osingon verorasitus on 23 (yhteisövero) + 22,3307 (pääomavero) = 45,3307.¹⁹⁰ RRA-vähennys lasketaan osakekohtaisesti osakkeille, jotka ovat omistajansa omistuksessa joulukuun viimeisenä päivänä. Näin ollen vuoden aikana luovutetuille osakkeille ei lasketa RRA-vähennystä, vaan vähennyksen saa tällöin osakkeet omistukseensa hankkinut. Mikäli saatu tuotto (osinko) on pienempi kuin RRA-vähennys, siirtyy RRA-vähennys tuleville vuosille. RRA-vähennystä ei kuitenkaan voi käyttää ristiin toisten osakkeiden kanssa, vaan se kohdistetaan aina samalle osakkeelle.¹⁹¹

3.2.3 Osakesäästötili Norjassa

Norjan osakesäästötili (Aksjesparekonto, ASK) voidaan avata luonnollisille henkilöille. Tilin kautta voidaan sijoittajaan sekä pörssilistattuihin osakkeisiin, että sijoitusrahastoihin. Tilin sisäiset myyntivoitot eivät ole veronalaisia, eikä myyntitappiot vastaavasti ole verovähennyskelpoisia. Tilinhaltija voi nostaa tililtä varoja verottomasti omaan hankintahintaansa asti. Hankintahinnan ylittävät nostot verotetaan vuonna 2018 RRA-

¹⁹⁰ KPMG (2018a), Skatteetaten (2018a), Skatteetaten (2018b)

¹⁹¹ Skatteetaten (2018b)

vähennyksen jälkeen ($23\% \cdot 1,33$) 30,6 % verokannalla. Osakesäästötilille maksettavat osingot tulevat verotetuksi kuten osakesäästötilin ulkopuolella. Osingot verotetaan, kun osingonjako on hyväksytty yhtiökokouksessa. Mahdolliset osakesäästötiliin liittyvät tappiot on mahdollista vähentää ainoastaan silloin kun osakesäästötili on suljettu pysyvästi. Yksityishenkilöllä voi olla useampia osakesäästötilejä samalla tai useammalla palveluntarjoajalla. Osakesäästötilejä Norjassa voi tarjota pankit, sekä rahasto- että arvopaperiyhtiöt. Osakesäästötilejä on voinut tarjota syyskuusta 2017 lähtien.¹⁹²

Osakesäästötilillä varoja voidaan käyttää ainoastaan investointeihin, jotka kohdistuvat listattuihin yrityksiin ja rahastoihin. Yritysten tulee olla sijoittautuneita ETA-alueelle. Sijoitusrahaston sijoituspääomasta vähintään 80 % tulee olla sijoitettuna osakkeisiin vuoden alussa. Osakesäästötilillä voi myös säilyttää käteistä, mutta sille ei makseta korkoa. Sijoittajalla ei voi olla osakesäästötilillään ainoastaan rahamarkkinoille sijoitettavaa korkorahastoa. Mikäli yritys muuttaa pois ETA-alueelta, tai osakerahaston osakkeisiin kohdistuva sijoituspääoma alittaa 80 %, sijoitusrahaston omistajan ei tarvitse myydä omistuksiaan pois - vaan näiden varallisuuserien kohtelu sijoitusrahaston sisällä jatkuu kuten ennen muutosta. Kuitenkin, tuotteita jotka eivät enää täytä osakesäästötilin ehtoja, ei voi hankkia lisää osakesäästötilille.¹⁹³

Osakesäästötilillä pääomapohja saadaan yhteenlaskusta, jossa huomioidaan osakesäästötilillä olevat käteisvarat, osakkeet sekä osakerahasto-osuudet. Näin toimien osakesäästötilillä ei ole tarpeen huomioida riskitöntä tuottoa per osake, sekä Norjassa muutoin käytössä olevaa FIFO-periaatetta. Laskettu riskittömän tuoton vähennys voidaan käyttää osakesäästötilinhaltijan verotuksessa sekä osinkoihin, että hankintahinnan ylittäviin tililtä nostoihin. Tilinhaltijalla voi olla useita panoja, että ottoja osakesäästötililtään. Riskittömän tuoton vähennys lasketaan kuitenkin vuoden alimman osakesäästötilin balanssin mukaisesti. Tällöin riskittömän tuoton pohjaksi tulee se hetki, jolloin osakesäästötilin kokonaisvarallisuus on alhaisimmillaan. Osakesäästötilin kokonaisvarallisuuteen lisätään kuitenkin edellisvuosien käyttämätön vähennys riskittömästä tuotosta, mikäli tilinhaltijalla on käyttämättömiä vähennyksiä. Näin osakesäästötilin kokonaisvarallisuus kasvaa vähennyksen verran, mikäli tilinhaltija ei käytä vähennystä osinkoverotukseen tai hankintamenon ylittävien tililtä nostettavien

¹⁹² Skatteetaten (2018c)

¹⁹³ Skatteetaten (2018c)

luovutusvoittojen veroihin. Osakesäästötilille maksettavat osingot tulevat verotetuksi kuin osakesäästötilin ulkopuolella. Tämän vuoksi tilille maksetut osingot myös kasvattavat osakesäästötilin hankintamenoa, eli niitä käsitellään kuin tilille tehtäviä talletuksia.¹⁹⁴

Tililtä nostettavat luovutusvoitot ovat verovapaita hankintamenoon asti. Luovutukset katsotaan tapahtuneen myyntihinnan mukaisesti. Tämän ylittävät nostot verotetaan pääomatuloverotuksen mukaisesti. Tililtä varoja nostettaessa pääoman määrä pienenee, mikä johtaa alempaan riskittömän tuoton vähennykseen. Norjassa osakesäästötili voidaan antaa lahjaksi toiselle, siten että välittömiä veroseuraamuksia ei synny lahjansaajalle. Sama pätee perintöön, jossa osakesäästötili voidaan siirtää ilman välitöntä veroseurausta eli hankintahinnan jatkumoperusteisesti perinnönsaajalle.¹⁹⁵

Jo omistuksessa olevien osakkeiden ja rahasto-osuuksien osakesäästötilille siirtämistä käsitellään vuodesta 2019 lähtien osakeluovutuksena ennen siirtoa. Tällöin kertynyt luovutusvoitto tulee verotetuksi heti, ja osakesäästötilille siirtyvät osakkeet saavat uuden hankintahinnan, joka on luovutushetken käypäarvo eli luovutushinta. Norjassa on ollut käytössä siirtymäsäännös, jonka mukaan sijoitussäästötilin hankkineet voivat siirtää nykyisiä omistuksiaan ilman välitöntä veroseuraamusta osakesäästötilille. Siirtymäsäännöksen mukainen välittömästi verotuksesta vapautettu siirtomahdollisuus loppuu kuitenkin vuoden 2018 lopussa. Sijoitussäästötilejä tarjoavat palveluntarjoajat ovat velvollisia ilmoittamaan asiakkaidensa sijoitussäästötilien tiedot Norjan veroviranomaisille. Yksityishenkilön veroilmoituksessa osingot, luovutusvoitot ja -tappiot, että osakesäästötilin kokonaispääoma tulee ilmoitetuksi verovelvolliselle veropäätöksen yhteydessä. Verovelvollisen vastuulla on tarkastaa tietojen oikeellisuus, ja tarvittaessa oikaistava tiedot veroviranomaisille.¹⁹⁶

Norjan RRA-vähennyksestä seuraa se, että normaalituotto tulee verotetuksi ainoastaan yhtiötasolla. Sen sijaan, normaalituoton ylittävä tuotto tulee verotetuksi sekä yhteisöverossa, että henkilötason verotuksessa. Koska osakesäästötilin sisälle maksettavia osinkoja, verotetaan yhä kuten osakesäästötilin ulkopuolella – ei osakesäästötili ole täysin neutraali eri osakkeiden suhteen. Ongelmaa pienentää hieman se, että osinkoa käsitellään verojen maksun jälkeen

¹⁹⁴ Skatteetaten (2018c)

¹⁹⁵ Skatteetaten (2018c)

¹⁹⁶ Skatteetaten (2018c)

talletuksena. RRA-vähennykset käytetään ensisijaisesti osinkojen verotaakan pienentämiseen. Mikäli RRA-vähennyksiä jää käyttämättä, lisätään ne seuraavan vuoden hankintamenopohjan kasvattamiseksi.

Osakesäästötilillä hankintamenopohjaksi lasketaan vuoden lopussa kaikki omistukset, käteisvarat ja rahasto-osuudet – tällöin tilille maksettu osinko on kasvattamassa seuraavan vuoden hankintamenopohjaa. Kuitenkin, koska luovutusvoitot osakesäästötilin sisällä ovat verovapaita, syntyy osakesäästötilin haltioille mahdollisesti insentiivi luopua tietystä osakkeesta juuri ennen osingon irtoamista, ja mahdollisesti hankkia osake takaisin osingon irrottua. Mikäli osakesäästötilinhaltijan myyntitapahtuman transaktiokulut ovat pienemmät kuin aiheutuva osingon verokustannus, joka on RRA-vähennyksen jälkeen 30,6 % - olisi luonnollista, että osingot ottavat vastaan sellaiset toimijat joille osingon verokustannus on mahdollisimman pieni, jopa verovapaa.

Kaikki nostot osakesäästötililtä pois ovat verovapaita osakesäästötilin hankintamenoon asti. Hankintamenon ylittävät nostot verotetaan vuonna 2018 1,33 kertoimella ja 23% verokannalla, joista muodostuu 30,6 % verokanta. Hankintamenoa kasvattaa osakesäästötilille tehdyt panot, osingot ja käyttämättä jääneet RRA-vähennykset.

Norja	
Nimi:	Aksjesparekonto, ASK (2017)
Sijoitustuotteet:	Osakkeet, rahastot, käteinen
Verotus sisällä:	RRA-vähennys hankintamenoille
Osingot:	RRA-vähennyksen jälkeen verotus 30,6%
Luovutusvoitot:	Verovapaa
Verotus ulos:	Hankintamenot ylittävältä osuudelta vuonna 2018, $1,33 \cdot 23\% = 30,6\%$
Muut säännökset	Osingot kasvattaa hankintamenoa, siirtymäajalla aiempien osakkeiden siirto tilille verovapaasti (2018 loppuun asti)

Taulukko 2. Norjan osakesäästötili.

Norjan osakesäästötili huomio inflaatiota siten, että osakkeenomistajan ylituotto tulee verotetuksi ainoastaan henkilöverotuksessa. Osakesäästötilin verotus, joka tapahtuu luovutusvoittojen suhteen vasta nostettaessa varoja osakesäästötililtä mahdollistaa sen, että osakesäästötilinhaltija pystyy lykkäämään aiemmin heti verotettuja luovutusvoittojensa verotusta tulevaisuuteen. Tämä on Norjan osakesäästötilin käyttäjän kannalta tilin paras puoli. Norjan päätös verottaa luovutusvoittoja vasta hankintamenon ylittäessä on nähdäkseni hyvä

ratkaisu paitsi säästämistä edistääkseen, myös osakesäästötilinhaltijoiden investointeja ajatellen. Malli jossa osakesäästötilin hankintamenoon saakka tulevat nostot ovat verovapaita – luo loistavat edellytykset yksityishenkilöille esimerkiksi oman asunnon käteisrahan säästämiseksi. Lisäksi hankintamenoon asti mahdolliset verovapaat nostot toiminevat loistavina puskureina kotitalouksille yllättävien tilanteiden, kuten työttömyyden varalta. Myös yksittäisten henkilöiden jotkin investoinnit yritystoimintaan pörssin ulkopuolelle saattavat lisääntyä, sillä hankintamenoon asti verovapaiden nostojen vaihtoehtokustannukseksi jää saamatta jäänyt RRA-vähennys ja pörssituotteista oletettavasti saatava tuotto, kun tällä hetkellä kustannuksena on paitsi RRA-vähennys, pörssituotteista oletettavasti saatava tuotto sekä myyntihinnan ja hankintahinnan välisen erotuksen luovutusvoittovero. Toisaalta, mallia voi kritisoida siitä, että mikäli pörssinoteerattujen sijoitusten verotaakka on huomattavasti matalampi kuin pörssin ulkopuolisten sijoitusten, voi sijoitukset ohjautua osakesäästötilin myötä suuremmaksi osaksi pörssituotteisiin. Se, että osinkoja verotetaan välittömästi, tekee järjestelmästä kuitenkin epäneutraalin. Voidaankin olettaa, että vaikka osinkoja verotetaan kuten ennen – osinkojen suuruuden pysyessä ennallaan, saattaa listattujen osinkojen kokonaisverotuotto kuitenkin laskea, koska osakesäästötilinhaltijat voivat myyntitoimeksiannot ajoittamalla siirtää osingot toisalle verotettavaksi. Tämänkaltaisen säännös sisältäneen osakesäästötilinomistajia ohjaavan vaikutuksen, joka saattaa aiheuttaa keinotekoista kaupankäyntiä. Ongelmaa ei olisi, jos osingot olisivat osakesäästötilille maksettaessa verovapaita, ja ne eivät kasvattaisi osakesäästötilinhaltijan hankintahintaa. Tällöin osingot tulisivat verotetuiksi kuten nytkin yhden kerran, mutta osakesäästötilinhaltijalla olisi mahdollisuus päättää siitä, haluaako hän edelleen sijoittaa myös tämänkaltaisen tuoton niin, että verotus tapahtuu vasta osakesäästötililtä varoja nostettaessa – kuten on luovutusvoittojen laita. Toisaalta tämä saattaisi aiheuttaa ongelmia lähdeverojen menetysten muodossa, kuten valtiovarainministeriön asettama työryhmä raportissaan esitti. Työryhmän raporttia käsitellään lyhyesti tämän kappaleen toiseksi viimeisessä kappaleessa 5.8.

Norjan veromallissa mielenkiintoinen yksityiskohta on myös kerroin (vuonna 2018, 1,33), jolla kerrotaan Suomen pääomatuloja vastaavat tulot tehdyn RRA-vähennyksen jälkeen. Tällä tapaa toteutuva henkilöverotuksen pääomaverokanta asettuu ylemmäksi kuin yhteisöveron kanssa samaksi esitetty verokanta (vuonna 2018, 23 %). Kertoimen voi nähdä lisäävän

verojärjestelmän joustavuutta, lisäämällä verojärjestelmän liikkuvia osia, ja siten istuvien hallituksien päättäntävaltaa pääomatulojen verotuksessa.

3.3 Tanska

3.3.1 Yhtiötaso

Tanskassa yrityksen verotettava tulo määräytyy yrityksen voitosta, joka sisältää liikelulun, passiivisen tulon ja pääoman tuotot. Normaalit liiketoiminnan kulut voidaan vähentää, kun lasketaan verotettavaa tulosta. Verotettava tulos lasketaan vuosittaisen ja normaalisti tuloksesta tehtävät vähennykset sisältävän suurimman osan kirjanpidossa merkityistä kuluista. Tanskassa verovuosi on kalenterivuosi tai muu periodi, mikäli verovelvollinen on niin halunnut valita.¹⁹⁷

Tanskan yhteisöveroprosentti vuonna 2015 oli 24,5 %, efektiivinen veroaste oli kuitenkin tätä alhaisempi, sillä yrityksen kulut ja arvonalentumiset ovat verovähennyskelpoisia. Yhteisöveroprosentti on yhtenevä Tanskassa asuville yrityksille, sivuliikkeille että pysyville toimipaikoille. Tanskan verotussäännökset sallivat myös rajoittamattomat vähennyskelpoistentappioiden tulevaisuuteen siirtämisen.¹⁹⁸ Verouudistuksen jälkeen vuonna 2018 Tanskan yhteisöveroprosentti on 22 %, öljy- ja kaasualoilla toimiville yrityksille yhteisöveroprosentti on kuitenkin 25 %.¹⁹⁹

Pääomatulo lasketaan alkuperäisen hankintahinnan ja luovutushinnan erotuksesta. Emoyhtiön tytäryhtiöltä saamat pääomatulot tai tytäryhtiön osakkeista saadut luovutusvoitot ovat laajasti verovapaita, ja mahdolliset tappiot vastaavasti ei vähennyskelpoisia. Yksittäiset kirjanpitoarvot ylittävät luovutusvoitot koneiden tai muiden tuotantotekijöiden myynnistä eivät käytännössä usein tule verotetuksi. Tanskassa poistot tehdään yhdistetyistä hankintamenoista, jolloin kunkin kategoria on arvotettu yhdessä muiden kategoriaan kuuluvien omaisuuserien kanssa. Verotuksen realisointiperiaate on ollut Tanskassa yleisesti käytössä.²⁰⁰

¹⁹⁷ Torkkeli (2016) s. 73-74

¹⁹⁸ Torkkeli (2016) s. 74

¹⁹⁹ Deloitte (2018a) s.2

²⁰⁰ Torkkeli (2016) s. 74

3.3.2 Henkilötaso

Kaikki sijoituksista kertyvä tulo, riippumatta tulolähteestä, on Tanskassa verotettavaa pääomatuloa. Pääomatuloksi lasketaan muun muassa korkotulot, tulot joukkovelkakirjalainoista tai muista rahoitusinstrumenteista, sekä tulot esimerkiksi ulkomaan valuutasta. Korkokulut vähennetään, kun lasketaan henkilön verotettavaa nettotuloa. Korko- ja vuokratuotto, sekä muu tuotto pääomalle vuonna 2018 verotetaan 42 % marginaaliveroasteella. Esimeriksi 43,8 tuhannen Tanskan kruunun nettotuotot johtavat noin 37 % veroasteeseen pääomatuloille.²⁰¹

Pääomatulot osakkeista, sekä osingot verotetaan Tanskassa erikseen, porrastetusti 27 % ja 42 % veroasteilla. Alle 52,9 tuhannen Tanskan kruunun vuotuiset osingot verotetaan 27 % veroasteella. Tämän ylittävät osingot verotetaan ylemmällä 42 % veroasteella. Pariskunnat voivat yhdistää verotuksensa, jolloin osakkeisiin liittyviä pääomatuloja voi ansaita alempaan 27 % veroasteeseen 105,8 tuhanteen Tanskan kruunuun asti. Tanskassa ei ole käytössä Suomen ja Ruotsin tapaan varallisuusveroa.²⁰²

3.3.3 Osakesäästötili Tanskassa

Tanskan osakesäästötili (Aktiesparekonto, ASK) on päätetty perustaa istuvan vähemmistöhallituksen päätöksellä marraskuussa 2017. Osakesäästötilit tulevat nykyisen tiedon valossa Tanskassa käyttöön vuoden 2019 alusta lähtien. Osakesäästötilillä käytävää kauppaa ei veroteta, joten tilinhaltijan ei tarvitse pitää kirjaa osakesäästötilin sisäisistä voitoista tai tappioista. Osakesäästötilin verotus kohdistuu tilin vuotuisen tuottoon. Omistaja maksaa kiinteää 17 % tasaveroa osakesäästötilin vuotuisesta tuotosta. Tällöin symmetrisesti osakesäästötilin mahdolliset tappiot ovat verovähennyskelpoisia. Tilinhaltija voi nostaa osakesäästötililtä käteisvaroja ilman veroseuraamuksia. Talletuksia osakesäästötileille rajoitetaan siten, että vuotuinen maksimitalletus tilille on 50 000 (DKK), joka on mahdollista tallettaa ensimmäisen kerran vuonna 2019. Näin ollen vuonna 2022, mikäli tilinhaltija on tallettanut vuosittain suurimman sallitun summan - on tilille siirrettyjen pääomien

²⁰¹ KPMG (2018b)

²⁰² Deloitte (2018a) s.3

kumulatiivinen määrä osakesäästötilin maksimiin eli 200 000 (DKK). Tilille talletettavien varojen maksimisuuruus on huhtikuun lopussa 2018 euroissa noin 26 850 euroa.²⁰³

Aiemmissa kaavailuissa elokuussa 2017 osakesäästötilin maksimisummaksi ehdotettiin 500 000 (DKK). Tuolloin myös verotus oli tarkoitus järjestää kuten Ruotsin mallissa kiinteällä 1,25 % pääomaan kohdistuvalla verotuksella.²⁰⁴ Talousjulkaisu Finansin (2017) siteeraaman Tanskan elinkeinoministeriön mukaan kiinteä 17 % vero koskee sekä osinkoja, että muuta arvonnousua. Verotus tapahtuu samalla kun vuotuinen tuotto lasketaan. Vastaavasti mahdolliset tappiot siirretään käytettäviksi seuraaville vuosille. Uudistusta tullaan täsmentämään myöhemmin hallitusosapuolten neuvotteluissa, jolloin sovitaan muun muassa lopullisesti myös aikomuksesta pitäytyä suunnitellussa vuosittaisessa maksitalletuksessa, ja kaavaillussa katossa 200 000 (DKK).²⁰⁵ Tanskan osakesäästötili on päätetty toteuttaa, mutta ei vielä käytössä. Myöskään kaikki yksityiskohdat eivät ole vielä tiedossa. Pelkän periaatepäätöksen vuoksi asiasta ei löydy vastaavasti tietoa verrattuna Norjan ja Ruotsin malleihin. Huhtikuun lopulla 2018 esimerkiksi Tanskan veroviranomaisen kotisivut Skat.dk palauttaa nolla hakutulosta hakusanalla "aktiesparekonto(en)".

Kuvaavaa on myös se, että Tanskan hallituksen kotisivujen uusimmat tulokset samalle haulle palaavat vuoteen 2017. Tuoreimman Tanskan hallituksen julkaisun (2017) mukaan osakesäästötilin on kuitenkin arvioitu kustantavan vuonna 2019 noin 130 miljoonaa (DKK), ja suurimpien sijoitussummien kasvettua suunniteltuun maksirajaan asti – vuotuisen kustannuksen odotetaan asettuvan noin 270 miljoonaan (DKK) vuonna 2022 ja sen jälkeen. Julkaisussa myös määritellään se, että yksityinen henkilö voi omistaa vain yhden osakesäästötilin.²⁰⁶

Epäselvää Tanskan järjestelmässä on muun muassa se, että osakesäästötilillä säilytettävien varojen yksilöintiä ei ole tehty. Ruotsin ja Norjan mallien mukaisesti - oletettavasti pörssilistatut osakkeet ja ainakin jotkin sijoitusrahastot ovat myös osakesäästötilillä sallittuja. Myöskään siirtymäsäännöksiä ei ole esitelty. Ilman muuta tietoa on mahdollista olettaa, että

²⁰³ Aktiespare.dk (2018)

²⁰⁴ Regeringen.dk (2017a)

²⁰⁵ Finans.dk (2017)

²⁰⁶ Regeringen (2017b)

osakesäästötilille tulee tallettaa nimenomaisesti käteisvaroja – joilla osakesäästötilille tehtävät omaisuuserien hankinnat myöhemmin tehdään. Arvopapereiden siirroissa syntyy kysymys siitä, katsotaanko osakkeet luovutetuiksi ennen siirtoa – jolloin luovutusvoitto tulisi verotetuksi. Lisäksi syntyisi kysymys siitä, siirtyykö jo hankitut osakkeet alkuperäisine hankintahintoihin vai markkinahintoihin osakesäästötilille, ja laskisiko siirretyt varat vuotuista 50 000 (DKK) rajoitusta hankintahinnan vai markkinahinnan mukaisesti. Toki on mahdollista, että Tanska päätyy samankaltaisiin siirtymäsäännöksiin kuin Norja, ja antaa yksityissijoittajille siirtymäajan puitteissa mahdollisuuden siirtää arvopapereita osakesäästötilille. Pidän siirtymäajan mahdollisuutta kuitenkin melko pienenä, ottaen huomioon muutoin melko tiukat rajoitukset koskien osakesäästötiliä. Lisäksi vuotuinen maksimisumma on huhtikuun lopun vaihtokurssilla vain noin 6700 euroa. Yhteenvetona odotettavissa olevasta Tanskan osakesäästötilistä voidaan todeta, että verotus kohdistuu sekä realisoituun, että realisoimattomaan tuottoon. Verotettavaksi tulee osakesäästötilin vuotuinen tuotto. Oletettavasti tämä lasketaan vertaamalla vuoden alun ja vuoden lopun tilin saldoja ja huomioimalla osakesäästötililtä tehdyt nostot.

Esimerkiksi jos vuoden alussa tilillä on ollut 10 000 (DKK) ja omistaja päättää keventää salkkuaan 1000 kruunulla kesken vuoden salkun arvon noustua 10%, itse myyntitapahtumaa ei veroteta välittömästi. Nyt kuitenkin verotukseen salkun kokonaisarvoa seurataan salkulla edelleen olevan 10 000 kruunun lisäksi salkulta nostetulla 1000 kruunulla. Tällöin mikäli salkun jäljellä oleva arvo sattuu pysymään täysin samana, muodostuu vuoden veroksi:

$$11\,000 \text{ (arvo myynnit huomioiden)} - 10\,000 \text{ (hankintameno)} = 1000 * 17 \% \text{ (kiinteä vero)} = 170 \text{ kruunua.}$$

Mikäli salkku taas päätyisi vuoden loppuun laskemaan 8000 kruunuun, siirrettäisiin vuoden tappiot seuraavan vuoden verotuksessa käytettäväksi seuraavasti:

$$9000 \text{ (arvo myynnit huomioiden)} - 10\,000 \text{ (hankintameno)} - 1000 * (17\% \text{ kiinteä vero}) = -170 \text{ kruunua.}$$

Vuoden viimeisen päivän markkinahinnasta muodostuu seuraavan vuoden hankintameno, johon alkavan verovuoden tuottoa taas vuoden lopussa verrataan. Osakesäästötilille maksettavat osingot otetaan huomioon, kun osakesäästötilin vuotuista tuottoa lasketaan, mutta niihin ei kohdistu välitöntä suoritusperusteistaveroa.

Tanska	
Nimi:	Aktiesparekonto, ASK (2019)
Sijoitustuotteet:	Avoinna, todennäköisesti ainakin: osakkeet, rahastot, käteinen
Verotus sisällä:	Vuonna 2018, 17% vuotuisesta tuotosta, esim. osingot, että arvonnousut
Osingot:	Ei välitöntä verotusta, vuoden lopussa 17% mikäli tilin vuosituotto positiivinen
Luovutusvoitot:	Verovuoden ollessa käynnissä ei välitöntä veroseuraamusta, vuoden lopussa tuottoon kohdistuva 17% (myös realisoimattomat)
Verotus ulos:	Verovapaa
Muut säännökset	Mahdolliset tappiot vähennyskelpoisia, siirtyvät seuraavalle vuodelle. Rajoitus 50 000 DKK / vuosi, max. 200 000 DKK

Taulukko 3. Tanskan osakesäästötili.

Tanskan osakesäästötili on neutraali suhteessa luovutusvoittoihin ja osinkoihin. Tilinhaltijalle on periaatteessa yhdentekevää saako hän tuoton osinkojen vai arvonnousun seurauksena. Verotus on kiinteää, mutta tuloutuu Tanskan valtiolle jälkikäteisesti. Toisaalta Tanskan valtion näkökulmasta tämänkaltainen vuotuinen tuottoon kohdistuva verotus stabiloi osakesäästötileiltä kertyvää vuotuista verojen summaa, eikä esimerkiksi luovutusvoittojen määrä välttämättä heittele eri taloudensuhdanteissa kuin esimerkiksi Suomessa.

Koska verotus tapahtuu vuodenlopussa - saa tilinhaltija hieman lykätä verotustaan aiemmin suoritusperusteisten osinkojen kohdalla, mutta myös arvonnousut tulevat nyt verotetuksi vuosittain. Arvonnousua verotetaan osakesäästötilillä kuitenkin alemmalla verokannalla kuin osakesäästötilin ulkopuolella. Joissain tilanteissa, jossa listattu yritys kasvaa voimakkaasti ja jossa yritys sijoittaa pääosan kertyneistä voitoista investointeihin, eikä maksa osinkoa - voi tanskalaiselle yritykseen pitkään sitoutuvalle osakesijoittajalle olla edullisempaa tehdä tällaiset sijoitukset osakesäästötilin ulkopuolella. Tällöin luovutusvoitto tulee verotetuksi voimassa olevalla pääomaverolla, silloin kun osakesijoittaja realisoi omistuksensa. Näin ollen voidaan sanoa, että tanskalainen osakesäästötili voi kannustaa sijoittamaan osakesäästötilin sisällä vakaampiin ja mahdollisesti vanhempiin osinkoa maksaviin yhtiöihin, ja sen ulkopuolella kasvuyrityksiin. Koska osakesäästötilin ulkopuolella on edelleen mahdollista sijoittaa pörssiin – ei Tanskan osakesäästötili ole ohjausvaikutuksiltaan täysin neutraali, vaikka se itse kohtelee tuottoja osingoista ja arvonnousuista samaan tapaan. Jälkiperusteinen verotus voi myös muodostaa likviditeettiongelman. Ongelma lienee kuitenkin melko pieni, sillä itse veronmäärä ei todennäköisesti kasva kovin suureksi, huomioiden muun muassa osakesäästötilin maksimivarojen rajoitukset, ja vuotuisen tuotonverotuksen kiinteällä 17 % veroprosentilla.

3.4 Viro

Virossa on ollut käytössä täysin yhtenäinen tuloverotus. Järjestelmässä suhteellinen tuloverokanta oli myös integroitu vastamaan täysin yhtiön ja osakkaan verotusta. Osinkotulot Virossa olivat verovapaata tuloa saajalleen.²⁰⁷ Virossa yrityksen saamat luovutusvoitot ovat tavallista yritystuloa ja siten verovapaata kunnes voittoja jaetaan yrityksen ulkopuolelle. Koska yritys voi siirtää veronmaksuaan pidättäytymällä voitonjaosta, osinkoja ei veroteta ennen kuin voittoja jaetaan yrityksen ulkopuolelle. Voitonjaoksi Virossa osinkojen lisäksi katsotaan muun muassa omien pääomallainojen takaisinmaksu, osakepääomanpalautus, verolliset lahjat, lahjoitukset ja maksut jotka eivät liity liiketoimintaan. Työntekijäedut verotetaan työntekijöiden tasolla. Yritys ei voi jakaa voittoja, mikäli sillä on tappioita edelliseltä vuodelta.²⁰⁸

Virossa asuvat verovelvolliset ovat verovelvollisia maailmanlaajuisista tuloistaan. Maassa rajoitetusti verovelvolliset ovat velvollisia vain tuloistaan, jotka se on saanut Virolaisesta lähteestä.²⁰⁹ Viro oli maailman ensimmäinen maa, joka laski yritysten pidätettyjen voittojen verotuksen nolnaan vuonna 2000. Uudistuksen tavoitteena oli tukea yritystoimintaa, helpottaa yritysten kehittymistä ja talouden kasvua vapauttamalla pääomia investointeihin. Yrityksistä tuli reformin myötä normaalin yhteisöverokäytännön sijasta - verovelvollisia vain jakamastaan voitosta. Verotuksellisesti on yhdentekevää investoiko yritys kertyneet varat liiketoimintansa kasvattamiseen, vai pidättäytyykö se ainoastaan jakamasta niitä. Koska yritysveroa sellaisena, kun me sen Pohjoismaissa tunnemme ei käytännössä ole, ei ole myöskään tarvetta poistojärjestelmiin.²¹⁰

Viron verojärjestelmä on toiminut tasaveron pioneerina vuodesta 1994 lähtien. Tasavero bruttotuloille säädettiin, koska haluttiin kitkeä korkeaa inflaatiota, tukea veronmaksun helppoutta niin veronmaksajille kuin veroviranomaisille, ja lisätä avoimuutta verojärjestelmässä. Vuonna 1994 tasaveron suuruus oli 26 %, joka oli sama yrityksille sekä yksityisten henkilöiden ansio- että pääomatuloille. Tuolloin Virossa oli käytössä myös vielä

²⁰⁷ Kari ja Ropponen (2016a) s.11

²⁰⁸ Torkkeli (2016) s. 107

²⁰⁹ Deloitte (2018b) s. 1

²¹⁰ Torkkeli (2016) s.107-108

mahdollisuus poistoille, 4 % kalustolle ja 8 % rakennuksille. Tappioidentasaus oli mahdollista seuraavat viisi vuotta eteenpäin. Vuonna 1994 yrityksen maksaessa osinkoja, yritys myös maksoi osinkoveron, joka hyvitetiin osingonsaajan verotuksessa. Tällöin käytössä oli osinkojen hyvitysjärjestelmä. Viron yritysvero alkoi laskea vuonna 2005, vuonna 2014 veron taso oli 21%, jolloin osingoille kertyvä kokonaisvero oli 21/79. Verotettaviin kuluihin sovelletaan myös samaa kulloinkin voimassa olevaa veroprosenttia. Vuodesta 2015 lähtien yritysveron laski hieman ja oli 20%.²¹¹ Vuodesta 2019 lähtien alennettu 14 % yritysvero on käytössä normaalien osingonjakojen yhteydessä. Yhtiö saa jakaa osinkoja alennetulla yritysverolla, kun jaettavat voitot eivät ylitä edellisten kolmen vuoden keskiarvoa.²¹²

Pääomatulot ovat verovapaita, kun saajana on myös yhteisö. Mikäli saajana on yksityinen henkilö, verotetaan tulot voimassaolevan veroprosentin mukaisesti. Yrityksestä jaetut voitot eli osingot, jotka verotetaan yritystasolla voimassaolevan yritysveron mukaan – ovat verovapaita saajalleen. Virossa ei ole kaksinkertaista veroa pääomatulolle. Toisaalta, koska osingot eivät ole osa yksityishenkilön verotettavaa tuloa, yksityishenkilö ei voi tehdä saamistaan osingoista henkilökohtaista vähennystä. Mikäli osingonsaajalla ei ole muuta tuloa kuin saamansa osingot, häneltä jää käyttämättä verotuksessa tehtävä henkilökohtainen vähennys. Viron veromallissa ei ole tyyppillisten veroparatiisien piirteitä. Lisäksi verojärjestelmässä käsitellään kotimaisia ja ulkomaisia tuloja yhdenveroisesti.²¹³

Vuodesta 2019 lähtien osingot, jotka on jaettu ehtojen täytyessä uuden alemman 14 % yritysveron vallitessa – tulevat olemaan 7 % lähdeveronalaisia, mikäli osingonsaajana on luonnollinen henkilö.²¹⁴ Yksityishenkilön osingoistaan kohtaama kokonaisveroaste ei juuri muutu, sillä aiemmin osingon lopulliseksi veroksi muodostui 20/80. Nyt osingonsaajan veroksi muodostuu osingonsaajan maksama 7 % lähdevero, jolloin lopulliseksi veroksi muodostuu $86 * 7 \% = 6,02$, sekä yhtiön maksama 14 %. Vaikka lopullinen osinkovero hieman nousee, osingonsaajalle tästä voi olla etua. Esimerkiksi siinä tapauksessa, että hänellä ei olisi muita tuloja kuin osinkoja. Aiemmin, kun osingot eivät tulleet verotetuksi henkilöverotuksessa,

²¹¹ Torkkeli (2016) s. 107-108

²¹² Deloitte (2018b) s.1

²¹³ Torkkeli (2016) s. 108 ja 109

²¹⁴ Deloitte (2018b) s. 1

virolaiset yksityishenkilöt eivät pystyneet hyödyntämään verojärjestelmänsä kaikille suunnattua vähennystä, mikäli heillä ei ollut muita kuin osinkotuloja. Muutoksen voidaan katsoa vähentäneen osakkeenomistajien kannustimia pyrkiä muuntamaan osinkotuloaan ansiotuloksi, joka on voinut (päinvastoin kuin muissa Pohjoisessa yleisesti) olla osakkaalle vähennyksen vuoksi hyödyllistä.

3.4.1 Sijoitussäästötili Virossa

Virossa on ollut käytössä osakesäästötilin vastine (Investeerimiskonto) vuodesta 2011 lähtien. Investointitili perustuu Viron tuloverolain §17²(Tulumaksuseadus, lühend – TuMS), jossa investointitili ja sen säännöt määritellään. Virolaisesta yhtiöstä saadut osingot ovat olleet laajasti saajalleen verovapaata tuloa, tämän lisäksi yhteisöt maksavat veroa ainoastaan voitosta jonka ne jakavat omistajilleen. Tämän vuoksi on luonnollista, että Virossa on käytössä sijoitussäästötili. Sijoitussäästötilin avulla yksityishenkilö voi lykätä veronmaksua luovutusvoitoistaan. Mikäli sijoitussäästötiliä ei olisi olemassa, olisi luonnollisilla henkilöillä insentiivi toteuttaa sijoituksensa keinotekoisesti yhtiön kautta, jolloin luovutusvoittojen verotusta pystyisi siirtämään. Keinotekoisien järjestelyiden välttämiseksi on Viroom luotu sijoitussäästötilit. Sijoitussäästötilin myötä kumpiakin sekä luovutusvoittoja, että osinkoja verotetaan neutraalisti.

Sijoitussäästötilin kautta on Virossa mahdollista sijoittaa muun muassa listattuihin julkisiin yrityksiin, rahastoihin, lyhytaikaisiin joukkovelkakirjalainoihin, johdannaisiin ja heinäkuun 2010 jälkeen avattuihin sijoitussidonnaisiin henkivakuutuksiin. Sen sijaan eläkevakuutuksiin tai sijoitukset ei-listattuihin yrityksiin - sijoitussäästötilin kautta ei ole mahdollista sijoittaa. Sijoitussäästötilin voi hankkia Virossa luonnolliset henkilöt.²¹⁵ Sijoitussäästötiliä verotetaan tuloverolain §17 4:n momentin mukaan siten, että verotettavaa tuloa syntyy, mikäli sijoitussäästötililtä tehty nostot ylittävät sinne tehty talletukset. Tilin hankintameno muodostuu omaisuuserien hankintahinnoista, lisäksi sijoitustilin hankintahinta kasvaa tilille talletetun käteisen myötä, sekä sijoitussäästötilin omistuksiin perustuvien - jo aiemmin verotettujen tulojen - kuten osinkojen ja korkojen myötä. Sen sijaan, sijoitussäästötilin sisäiset luovutusvoitot tai toiselta sijoitussäästötililtä siirrettyjä omaisuuseriä ei katsota talletuksiksi.

²¹⁵ SEB (2018)

Vastaavasti sijoitussäästötililtä toiselle sijoitussäästötilille siirrettyjä omaisuuseriä ei katsota luovutuksiksi, kuten ei katsota luovutukseksi sijoitussäästötilin sisäisiä luovutuksiakaan. Luonnollisella henkilöllä voi olla useampia sijoitussäästötilejä, ja verotus perustuu näiden kaikkien tilien toimintaan. Sijoitussäästötilinhaltijan on ilmoitettava kaikkien sijoitussäästötiliensä nostot verotuksessaan. Sijoitussäästötiliä verotetaan tuottoa seuraavana vuonna, vero on maksettava viimeistään 1. heinäkuuta.²¹⁶

Viro	
Nimi:	Investeerimiskonto (2011)
Sijoitustuotteet:	Osakkeet, rahastot, johdannaiset, lyhyt aik. bondit, sijoitussidonnaiset henkivakuutukset
Verotus sisällä:	Neutraali
Osingot:	Ei välitöntä verotusta
Luovutusvoitot:	Ei välitöntä verotusta
Verotus ulos:	Hankintamenon ylittävältä osuudelta 20%
Muut säännökset:	Tilille kertyvä tuotto josta maksettu verot (e. osingot) kasvattavat hankintamenoa

Taulukko 4. Viron sijoitussäästötili.

Kuten muissakin maissa, myös Virossa sijoituskohteita rajataan. Toisin kuin muissa maissa ETA-alueen sijoittautumisen lisäksi omistukseen hankittavat varallisuuserät voivat olla jossakin OECD:n jäsenmaassa. Malli, jossa voitot tulevat verotetuksi vasta siirrettäessä varoja yli hankintahintojen – muistuttaa Norjan mallia, mutta on neutraalimpi – koska Viron mallissa osingot eivät tule verotetuiksi. Toisaalta Virossa ei ole päädytty Norjan kaltaiseen riskittömän tuoton vähennykseen, vaan sijoittajien kohtaamaa inflaatiota hyvitetään veron siirtämismahdollisuudella. Viron sijoitussäästötilin varoja ei saa käyttää vakuutena sellaisille veloille, jotka eivät suoraan liity sijoitussäästötilin varoihin. Viron malli on hyvin yksinkertainen ja neutraali, ja siten toimiva. Muutoin Viron sijoitussäästötili eroaa muista verrokeistaan myös sallimalla paitsi laajemmat maat (OECD) myös laajemmat ja riskisemmät sijoitustuotteet kuten pörssilistatut johdannaiset sijoitussäästötilin tuotteiksi.

Vuodesta 2019 lähtien virolaiset yhtiöt voivat jakaa osinkoa luonnollisille henkilöille alemmalla 14 % verokannalla, mikäli jako ei ylitä edellisten kolmen vuoden keskiarvoa. Vuonna 2021 koko osingonjako voi perustua 14 % yhteisöveroon, mikäli kaikki omistajat ovat luonnollisia henkilöitä ja yhtiö on jakanut samankokoisen osingon vuosina 2019, 2020 ja 2021.

²¹⁶ SEB (2018), Nordea (2018)

Sijoitussäästötilillä talletukseksi katsotaan varat, jotka on jo tulleet verotetuiksi. Näin ollen vuodesta 2019 lähtien ilman täyttää varmuutta - oletettavaa on, että tilille maksetusta osingosta 14/20, eli 70 % lasketaan hankintamenoa lisääväksi, ja sijoitussäästötilin myötä verottamatta jäämä henkilöverotuksen 7 % lähdevero, verottomuutensa vuoksi ei kasvata hankintamenoa.

3.5 Vertailun koonti

Verokannat vertailumaissa 2018					
	Suomi	Ruotsi	Norja	Tanska	Viro
Yritystaso					
Yhteisöverokanta	20 %	22 %	23 %	22 %	14%/20%
Veropohja	Nettotulo	Nettotulo	Nettotulo	Nettotulo	Voitonjako
Tappion tasaus (vuotta)	10	Ikuinen	Ikuinen	Ikuinen	ei
Henkilötaso (kevennys osingot)	85 %		RRA * HH		
Luovutusvoittojen verokanta	30%/34%	30 %	23% * 1,33	27%/42%	20 %
Osinkojen henkilöverotuksen aste	25,5%/28,9%	30 %	23% * 1,33	27%/42%	0%/7%

Taulukko 5. Veroasteet, julkiset listatut osakeyhtiöt ja luonnolliset henkilöt²¹⁷

Taulukko kuvaa maassa toimivien yhteisöjen yhteisöverokantaa, sekä luonnollisen henkilön suoriin osakesijoituksiin perustuvien tuottojen verotusta. Tämänkaltaisen tarkastelu on ollut vieläkin tärkeämpää ennen osake- tai sijoitussäästötilejä. Sillä osingonsaajan verotusta vertailtaessa, on hyvä huomioida osingon kokonaisveroaste – pelkän henkilöverotuksen tai yhteisöverotuksen asteiden vertailu voi johtaa harhaanjohtaviin päätelmiin. Esimerkiksi vuonna 2017 Virossa osingon kokonaisveroaste on 20 %, kun Suomessa jaetusta 100 osingosta, maksetaan veroa vielä riippuen henkilön muista pääomatulojen määrästä joko 25,5 % tai 28,9 %. Alemmalla pääomaverokannalla osingon kokonaisveroksi muodostuu $80 \cdot 25,5 \% = 20,4 + 20 = 40,4$. Tällöin osingon kokonaisveroasteeksi muodostuu 40,4, jolloin suomalaisen yksityishenkilön julkisesta osakeyhtiöstä saaman osingon kokonaisverorasitus on yli kaksinkertainen verrattuna virolaisen osingonsaajan kokonaisveroasteeseen.

Taulukosta voidaan todeta, että yhteisöverokannat ovat tutkielman vertailumaissa lähellä toisiaan. Suoraviivainen vertailu ei kuitenkaan ole näin yksinkertaista, muun muassa eriävien poistomahdollisuuksien ja tappiontasauksien että varauksien vuoksi. Lisäksi muun muassa

²¹⁷ OECD (2018), Deloitte (2018e), Kari ja Ropponen (2016a) s.11

Norjassa ja Tanskassa tietyt toimialat maksavat korkeampaa yhteisöveroa. Viron 2018 vuoden alusta tekemä yhteisöveron alennus laskee verokantaa omistuspohjasta ja osingonjaosta riippuen aiemmasta 20 % alemmas, myöhemmin mahdollisesti jopa ainoastaan 14 %. Ruotsi laskee yhteisöveron tasoaan osissa 22 % lopulta 20,6 %. Ensimmäiseksi yhteisövero laskee vuoden 2019 alusta 21,4 % ja vuonna 2021 lopulta 20,6 %.²¹⁸ Taulukon henkilötason kevennykset kuvaavat Suomessa osinkojen verotusta, ja Norjassa sekä osinkojen, että luovutusvoittojen verotusta. Suomessa vuonna 2018 pääomatulojen ylemmän verokannan alaraja on 30 000 euroa. Tanskassa alemman verokannan (27 %) yläraja taas on 52,9 tuhatta (DKK), joka on huhtikuun lopun 2018 vaihtokurssilla noin 7100 euroa.

2018	Ruotsi	Norja	Tanska	Viro
Käytössä	2012	2017	2019	2011
Sijoitustuotteet:	Laajempi	Osakkeet, rahastot, käteinen	Osakkeet, rahastot, käteinen*	Laajempi
Verotus sisällä:	Kohdistuu pääomaan 0,447%	RRA vähennyksen jälkeen osingot	Kohdistuu tuottoon 17%	Ei henkilötasolla
Osingot:	Verovapaa	30,60 %	Ei välitön (17%)	Verovapaa
Luovutusvoitot:	Verovapaa	Verovapaa	Myös realisoimattomat (17%)	Verovapaa
Verotus ulos:	Verovapaa	Hankintamenon ylittävältä 30,6%	Verovapaa	Hankintamenon ylittävältä 20%
Tappiot:	Ei vähennyskelpoinen	Ei vähennyskelpoinen, ennen tilin sulkemista	Siirtyvät seuraavalle vuodelle	Ei vähennyskelpoinen
Muuta:	Verotus kohdistuu normaalituottoon	Siirtymäsäännös 2018 loppuun asti Osingot kasvattavat hankintamenoa	Tiukahkot rajoitukset pääoman määriille. Tuotteet avoimna.	Neutraali Vuoden 2019 verouudistus

Taulukko 6. Vertailumaiden sijoitussäästötilit. *Avoimna 04/2018.

Vertailumailla on omat verotekniset ratkaisut. Ruotsin ja Tanskan mallit verottavat tuottoa vuosittain. Ruotsi verottaa normaalituottoa, kun Tanska verottaa myös realisoimatonta tuottoa. Tanskassa tappiot ovat vähennyskelpoisia, kun Ruotsin mallissa tappioita ei ole mahdollista vähentää. Norjassa RRA-vähennyksen myötä henkilötason normaalituotto jää verottamatta, ja vero kohdistuu ainoastaan ylituottoon. Norja on kuitenkin päätenyt erilaiseen ratkaisuun, jossa se verottaa ainoana suoraan myös tilin sisäisten omistuksien tuottoa, kuten osinkoja. Virossa veron lykkäämisetu kohdistuu sekä tilin sisäisiin luovutuksiin, että osinkoihin – tältä osin malli on täysin neutraali eri yhtiöiden ja tilinsisäisten sijoitusmuotojen välillä. Viron malli sallii myös laajimmat sijoitustuotteet, kuten johdannaiset tilinhaltijalle.

²¹⁸ Dagens Industri (2018)

4 Yhteenveto

Yritysten verotus kuten verotus ylipäätänsä, lopulta perustuu verotukselle asetettuihin tavoitteisiin. Näistä tavoitteista tärkein on fiskaalinen tavoite, jolla tarkoitetaan julkisyhteisöjen ts. yhteiskunnan pyörittämiseen kerättäviä varoja. Yritykset ovat tuottoisia verosubjekteja, jonka vuoksi on luonnollista, että niitä verotetaan. Myrsky ja Linnakangas (2010) jatkavat, että verotukselle on usein ollut muitakin tavoitteita, mutta muut tavoitteet ajan mittaan vaihtuvat. Valtion velkaantuminen ja valtiolle kuuluvien tehtävien hoitamisen muuttuneet käsitykset ovat yhdessä johtaneet verotuksen neutraaliperiaatteen korostumiseen.²¹⁹

Vartiainen et al. (2013) muistuttavat, että veromuutoksista puhuttaessa korostuu usein keskustelu veron vaikutuksesta tuottoon ja kotitalouksien asemaan. Vaikka hallitus selvittää ja raportoi tulonjaon vaikutukset, perustuvat ne usein laskelmiin jossa ei oteta huomioon miten yksittäinen veromuutos vaikuttaa verosubjektien käyttäytymiseen. On huomattava, että veromuutoksilla on lähes aina verosubjektien käyttäytymiseen vaikuttavia tekijöitä. Osa verosubjektien käyttäytymiseen vaikuttavista tekijöistä toteutuu heti, osa myöhemmin. Lopulta muutokset vaikuttavat verosubjektien toimintaan, että tulon muodostukseen, ja siihen miten veromuutoksen vaikutukset lopullisesti tulonjakoon toteutuvat.²²⁰

Varallisuuden arvonnousua verotetaan tyypillisesti vasta silloin kun varallisuus realisoidaan, eikä silloin kuin arvonnousu on syntynyt. Varallisuuden pitäminen realisoinnin sijasta, suojaa verovelvollista arvonnousuun liittyvältä verolta, mikäli varallisuuden arvo on noussut. Verovelvollisen lukittautumisesta syntyy hyvinvointitappiota, koska varallisuus ei välttämättä suuntaudu tuottavimpiin kohteisiin.²²¹

Vartiainen et al. (2013) mukaan säästöille kertyvän tuoton verotus vähentää säästämistä, sekä vääristää säästämisen kohdentumista tuottavimpiin kohteisiin. Myös inflaatio kärjistää tilannetta. Tämän vuoksi osa ekonomeista suosisi normaalituoton verovapautta, joka on kansainvälisestikin tullut valituksi vain harvoin. Kompromissina voidaan nähdä matalan

²¹⁹ Myrsky ja Linnakangas (2010) s.1

²²⁰ Vartiainen – et al. (2013) s.2

²²¹ Vartiainen – et al. (2013) s. 24

veroasteen puoltamista taloudellisten toimijoiden säästöjen tuotolle. Tutkijat kuitenkin jatkavat, että nykyisen kaltaisten verokantojen vallitessa Suomessa päädytään varsin korkeisiin todellisiin veroasteisiin jo maltillisen inflaation vallitessa.²²²

Vartiainen et al. (2013) mukaan tavoiteltaessa mahdollisimman pieniä hyvinvointitappioita, verojärjestelmä pitäisi rakentaa siten, että sen verokevennykset kohdentuvat nimenomaisesti normaalituottoon, eivätkä koko tuottoon. Kevennykset tulisi kohdentaa sekä osinkoihin, että luovutusvoittojen verotukseen.²²³ Norjassa normaalituottoa kevennetään RRA-vähennyksellä, millä normaalituotto vapautetaan henkilöverotuksesta. Normaalituotto tulee kuitenkin verotetuksi yhtiötasolla.

4.1 Pääomatulojen ja osakesäästötilin verotuksen arvioinnista

Torkkeli (2016) summaa perinteisiä luonnollistenkin henkilöiden pääomatuloihin liittyviä tilanteita seuraavasti²²⁴.

- 1) Tuleeko arvonmuutokset verotetuksi
- 2) Verotetaanko arvonmuutoksia kertymä- vai realisointiperusteisesti
- 3) Verotuksellinen ratkaisu inflaatiota koskien: verotetaanko nimellistä vai reaalituottoa
- 4) Minkälainen verojärjestelmä valitaan: pääomatulojen itsenäinen verotus, osittainen verotus vai progressiivinen verotus, joka voi olla joko osittainen tai täysin progressiivinen
- 5) Omistusajan vaikutus veroasteeseen
- 6) Veroneutraliteetti erilaisten pääomatulojen kanssa, ja erilaisten veronmaksajien kuten luonnollisen henkilöiden ja yhtiöiden välillä
- 7) Tappioiden vähennyskelpoisuus, hyvitysmetodi, ja mahdolliset vähennysrajoitukset.

Kuten yllä esitetystä osittaisesta Torkkelin listasta voidaan päätellä, pääomatulojen verotuksesta keskusteltaessa usein tulee ratkaistavaksi useita erilaisia kysymyksiä. Ongelmat voivat liittyä inflaation huomioimiseen tai tässä työssä jo esiteltyihin lock-in tilanteisiin. Huomioitavaksi tulee myös mahdollisten tappioiden vähennyskelpoisuus ja sen mahdolliset

²²² Vartainen – et al. (2013) s.40

²²³ Vartiainen – et al. (2013) s. 33

²²⁴ Torkkeli (2016) s. 45

rajoitukset. Nykyinen lainsäädäntö ja käytännöt on myös huomioitava. Kysymykseen voi tulla myös arviointia siitä, onko riittävän pitkällä ajallisella omistuksella veroetuja, jolloin lukittautumisefekti saattaa voimistua. Jos veronmaksu ei perustu realisointiperiaatteeseen, voi syntyä myös likviditeettiongelmia veronmaksajille.

Niskakangas (2011) listaa hyvän verojärjestelmän ominaisuuksiksi muun muassa: neutraliteetin yli ohjaavan verotuksen, oikeusvarmuuden ja ennustettavuuden, oikeudenmukaisuuden, veronmaksukykyisyysperiaatteen, tehokkuuden, selkeyden, yksinkertaisuuden ja johdonmukaisuuden.²²⁵ Hyvän verojärjestelmän piirteitä ovat tässä työssä jo aiemmin käsitellyt: tehokkuus, neutraaliuus, yksinkertaisuus, sekä symmetrisyys. Osakesäästötilejä tuleekin arvioida myös näiden tavoitteiden täyttymisen kannalta.

4.2 Kaupankäynti

Rahoitusmarkkinoiden täydellisen tehokkuuden toteutumiseksi edellytetään kitkattomuutta, jolla tarkoitetaan transaktiokulujen puutetta. Arvopaperimarkkinoille tulee vallita täydellinen kilpailu, jolloin kukaan markkinatoimija ei pysty yksipuolisesti ohjaamaan markkinahintoja. Lisäksi tarvitaan täydellistä informaatiota, jolla tarkoitetaan sitä, että tieto on kaikkien saatavilla samanaikaisesti – eli toisin sanoen maksutta ja välittömästi. Kriteerit eivät voi kirjaimellisesti täytyä kokonaan. Kitkaa syntyy transaktiokuluista ja sääntely ohjaa markkinaa.²²⁶

Arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on ohjata taloudellisten toimijoiden säästövaroja tuottavimpiin investointikohteisiin. Yhteiskunnassa osalla taloudellisista toimijoista on enemmän tuottavia investointikohteita, kun osalla taas on enemmän varoja suhteessa omiin investointisuunnitelmiinsa. Tällöin, rahoitusmarkkinat toimivat pääoman välittäjänä näiden kahden ryhmän välillä. Investointitarpeensa jo täyttäneet, pääoman suhteen ylijäämäiset toimijat kanavoivat pääomaansa korvausta vastaan alijäämäisille toimijoille. Rahoitusmarkkinoilla kysyntä ja tarjonta määräävät hinnan, joka alijäämäisen on maksettava

²²⁵ Niskakangas (2011) s.5

²²⁶ Wahlroos (2012) s. 278-279

tarvitsemastaan pääomasta. Pääoman hinta, eli sijoittajien tuottovaatimus myös määrittelee alijäämäisten tuottovaadetta ja ohjaa näin rahoituksen tuottaviin investointikohteisiin.²²⁷

Wahlroosin (2012) mukaan koska täydellistä tehokkuutta markkinoilla ei voida saavuttaa, jää markkinoiden todellinen tehokkuus empiiriseksi kysymykseksi. Wahlroos jatkaa, että kysymys on ratkaistava Friedmanin kriteerin mukaan – jonka mukaan teoriaa tulee arvioida sen ennustusten osuvuuden vuoksi, eikä niiden sisältämien oletusten realismin mukaan. Markkinatehokkuus voidaan jakaa Eugene Faman (1970) mukaan kolmeen eri tehokkuustasoon. Heikon tehokkuuden vallitessa voittoa ei ole tehtävissä käyttämällä mitään historiallista informaatiota. Keskivahvan tehokkuuden vallitessa informaatio, joka tulee julkiseksi vaikuttaa viipymättä markkinahintoihin. Vahvasti tehokkailla markkinoilla taas kaikki tieto – kattaen sekä julkisen, että salaisen tiedon - siirtyy markkinahintoihin välittömästi.²²⁸

Kaisanlahden (1999) mukaan arvopaperimarkkinoilla sijoittajien toiminta kollektiivisesti johtaa kaupankäynnin kohteena olevan pääomien suuntautumisen sellaisiin kohteisiin, joiden riskit huomioidut tuotto-odotukset ovat korkeimpia. Sijoittajat ostavat osakkeita, joiden tuoton eli markkinahinnan nousun tai osinkojen muodostavan kassavirran - he uskovat itseään parhaiten hyödyttävän. Sijoittavat myyvät osakkeita, joiden arvostustasoihin he eivät enää usko. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti, sijoittajat ja erityisesti ammattimaiset sijoittavat hyödyntävät pienenkin uskomansa eron markkinahinnan, sekä arvioimansa osakkeen todellisen arvon välillä. Tämän vuoksi, kurssitasot eivät voi merkittävästi poiketa niiden todellisista arvoista – ainakaan poikkeus ei voi jatkua pitkään, jolloin voidaan todeta, että pörssissä noteerattu markkinahinta useimmiten kuvaa pörssitoimijoiden yhteistä näkemystä yhtiön todellisesta arvostuksesta. Kaisanlahti (1999) jatkaa, että tehokkuutta arvopaperimarkkinoilla tarkastelleiden tutkimusten johtopäätös on, että informaatio markkinoilla heijastuu markkinahintoihin suhteellisen tehokkaasti. Arvopaperimarkkinoilla osakkeiden hinnat muodostuvatkin, kurssimuutosten sarjana, jotka eivät itsessään noudata mitään sääntöä. Transaktiokustannukset ja muut arvopaperikauppaan liittyvät kustannukset, kuten kaupankäyntikulut - usein estävät kurssitasoissa mahdollisesti havaittavien viiveiden

²²⁷ Kaisanlahti (1999) s.68

²²⁸ Fama (1970) viit. Wahlroos (2012) s. 279

hyödyntämisen. Näin ollen, voidaan arvopaperimarkkinoita pitää osaltaan reiluna – sisäpiiritiedon väärinkäyttäjät pois lukien. Tutkijan mukaan julkisen informaation avulla ei ole mahdollista jatkuvasti tehdä parempia tuottoja, kuin keskimääräinen sijoittaja ansaitsee.²²⁹

Lopuksi on hyvä tarkastella, miksi pörssissä käydään kauppaa. Yksinkertaisimpien syiden kuten rahan tarpeen lisäksi, syitä voi olla vaikkapa verotappioiden hyödyntäminen ja sijoitusportfolion uudelleen allokointi. Tarkempiakin syitä on pyritty erottelemaan.

Grinblatt & Keloharju (2001) esittelevät artikkelissaan elinkaarihypoteesin (*life-cycle hypothesis*). Jo 1950-luvulla kehitetyn hypoteesin mukaan, rationaalisen taloudellisen toimijan tulisi tasoittaa omaa elinkaarensa kulutustaan, hyödyntämällä sijoittamista ja lainaamista. Taloudellinen toiminta tulisi sitoa koko elämänmittaisten oletettujen tulojen kokoon. Hypoteesin mukaisesti nuorten tulisi kasvattaa ostovoimaansa lainaamalla, keski-ikäisten taas tulisi säästää eläessään parhaimpia ansainta vuosiaan, ja vanhojen ihmisten tulisi likvidoida omaisuuttaan kulutustaan tukeakseen. Tutkijat esittelevät työssään myös 1980-luvulla kehitellyn taipumusefektin (*disposition effect*). Efektin mukaan, sijoittajat taipuvat huomioimaan osakkeen historiallista kehitystä osto-, pidä- ja myyntipäätöksiä tehdessään. Efektin mukaan, sijoittajilla on taipumusta pitää kiinni huonosti menestyneistä osakkeista, osakkeen arvostuksen käänteeseen toivossa.²³⁰

Tutkiessaan markkinatoimijoiden osto- ja myyntipäätöksiä, Grinblatt ja Keloharju (2001) huomasivat, että taipumusefekti ja tappioiden hyödyntäminen verotuksessa olivat merkittävimmät syyt myydä omistuksia. Kaikilla eri sijoittajatyypeillä taipumus pitää kiinni tappiollisista osakkeista kasvoi, kun osakkeen hinnan lasku ylitti 30 % hankintahinnasta. Lisäksi suuri positiivinen lähiajan kehitys, ja osakkeiden kuukauden korkeimmat noteeraustasot, vaikuttivat myyntipäätöksiin. Tutkijat jakoivat eri sijoittajatyypit, vähemmän sofistikoituneisiin, joihin kuuluvat kotitaloudet, yhteiskunnalliset sijoittajat tahot, sekä voittoa tavoittelemattomat instituutiot. Sofistikoituneimpiin sijoittajiin kuuluivat yritykset, rahoitusyritykset ja vakuutuslaitokset.²³¹

²²⁹ Kaisanlahti (1999) s.69-70

²³⁰ Grinblatt ja Keloharju (2001) s.600 ja 613

²³¹ Grinblatt ja Keloharju (2001) s.591

Osakkeen historiallinen kehitys, osakkeelle annetut suositushinnat, vähimmäispitoajan edellytykset verotusnäkökulmasta, sekä verotappioiden hyödyntäminen, että pieneltä osalta elinkaarihypoteesi – ovat kaikki kaupankäyntiin vaikuttavia taustatekijöitä. Osakkeen arvostuksen aiemmalla positiivisella kehityksellä on suurempi vaikutus, kuin negatiivisella aiemmalla kehityksellä. Sofistikoituneemmat sijoittajat asettavat vähemmän painoarvoa osakkeen historialliselle kehitykselle. Elinkaarihypoteesi voi selittää osaa myynneistä, näyttö tästä on kuitenkin vain ohutta.²³²

Grinblattin ja Keloharjun (2004) verotappioiden myötä motivoituneita myyntejä ja takaisin ostoja (*wash sales*) käsittelevän artikkelin mukaan suomalaiset sijoittajat tekevät tappioiden hyödyntämiseen motivoituneet osakeluovutukset todennäköisimmin loppuvuodesta. Suomalaisten verotappiomotivoituneet takaisinostot taas tapahtuvat lähes välittömästi, mutta ovat osaltaan riippuvaisia myös toteutuneista luovutustappioista. Tutkijat huomauttavat, että kaikissa maissa luovutustappioiden hyödyntäminen ei ole samalaista, esimerkiksi Yhdysvaltojen *wash sales* -säännökset ovat tiukempia kuin Suomen.²³³

4.3 Sijoitustilien ja Suomen verojärjestelmän vertailu simulaatiossa

Malkielin (2007) mukaan osakkeiden pitkän aikavälin tuotot määräytyvät kahden komponentin kautta. Oleellista on ostohetken osinkotuotto. Oleellista on myös yrityksen liiketuloksen kasvu, ja osinkojen kasvuvauhti. Ajatellun mukaan ostajalle, joka aikoo pitäytyä yksittäisessä osakesijoituksessaan ikuistesti, osakkeenarvo - on sen tulevien osinkovirtojen nykyarvo. Malkielin mukaan vuodesta 1926 vuoteen 2006, osakkeet tuottivat keskimäärin noin 10,4 %, kun koko markkinoiden osinkotuotto oli samalla aikavälillä hieman yli 5 %. Myös Oksaharjun (2012) mukaan osakkeet tuottavat keskimäärin noin 10 %. Oksaharjun statistiikkana käytettiin DJLA-indeksin historiallista kehitystä vuodesta 1900 vuoteen 2010.²³⁴ Tuotot vaihtelevat vuosittain, ja sisältävät jyrkkiäkin laskukausia. Koko pitkän aikavälin tuotto sisältää sekä yritysten tulokasvun myötä nousevan arvostuksen, osingot, että mahdollisen arvostuskertoimien nousun.

²³² Grinblatt ja Keloharju (2001) s.614

²³³ Grinblatt ja Keloharju (2004) s.74

²³⁴ Malkiel (2007) s.322, Oksaharju (2012) s.45

Selventääkseni vertailumaiden nykyisten käytäntöjen ilmentyvyyttä päädyin tekemään lyhyen yksinkertaistetun simulaation, jossa vertailen osake- tai sijoitussäästötilien kautta tehtyjä sijoituksia, ja Suomen tapauksessa suoraan osakkeisiin tehtyä sijoitusta. Suomen nykyisenkaltaisen verotuksen asettamiseksi samalla viivalle muiden mallein kanssa, päädyin simulaatiossa sijoittamaan suoraan yhteen arvopaperiin. Simulaatiossa ei käydä kauppaa ennen realisointia. Rajoitin vertailukauden viideksi vuodeksi. Tutkin ensin sijoittajan saamaa tuottoa alkupääomalleen, mikäli hän realisoi simulaation viidentenä vuotena 70 % pääomastaan. Toissijaisesti esitän myös tilanteen, jossa sijoittaja realisoisi koko sijoituksena kuudennen vuoden ensimmäisenä päivänä, jolloin mallit jossa hankintamenolla on merkitystä tulevat paremmin ilmi.

Käytän sijoitussäästötilejä vertailevassa simulaatiossa kiinteää 7 % vuosituottoa, josta 3 %/7 % jaetaan sijoitussäästötilille osinkoina. Valitsin arvioon 7 % vuosituoton, koska se usein mainitaan pörssin keskimääräiseksi tuotoksi. Osingot ovat simulaatiossa mukana, jotta eri mallien erot tulevat paremmin eritellyiksi. Mallissa osingonsaaja sijoittaa osingot takaisin osakkeisiin, mutta yksinkertaistamisen vuoksi kuluva vuoden viimeisenä päivänä, jolloin mahdollisesti esimerkiksi keväällä irronneelle osingolle ei kerry enää kyseiseltä vuodelta tuottoa. Samaten, veroseuraamukset jotka aiheutuvat salkulle, vähentävät sijoitettavaa pääomaa sen vuoden lopussa, kun verot ovat syntyneet. Todellisuudessa, verot siirtyvät usein seuraavalle vuodelle, ja mallit joissa veroseuraamus tulee maksettavaksi jälkikäteen – voivat kannustaa sijoitussäästötilinomistajia todellisuudessa säästämään tai maksamaan enemmän veroa esimerkiksi työtuloistaan, jolloin sijoitussäästötilin aiheuttamat verot eivät välttämättä johda sijoituspääoman vähenemiseen. Malli ei sisällä myöskään transaktiokuluja, joita osingot uudelleen sijoittava hyvin todennäköisesti muutoin kohtaisi. Lisäksi on hyvä huomioida, että simulaatiossa valtionlainojen korot ovat staattisia – eivät muutu kesken tarkastelujakson. Koroilla on välitön vaikutus Ruotsin ja Norjan mallien verotukseen, lisäksi tunnetusti korot vaikuttavat myös osakemarkkinoihin. Ruotsin mallissa korkojen nousu johtaisi kireämpään verotukseen, sillä pääomaan kohdistuvassa verotuksessa hyödynnetään valtionlainan korkoa. Esimerkiksi 4 % korkojen vallitessa – koroksi muodostuu simulaatiossa käytetyn 0,447 % sijasta 1,2 % vero, mikäli pääomavero pysyisi samana. Norjan mallissa korkojen nousu toimii päinvastoin, eli verotus kevenisi. Norjan malli jättää normaalituoton verottamatta henkilötasolla. RRA-vähennys kasvaisi mallissa käytetyn 0,4 % sijasta 4 prosenttiyksikköön.

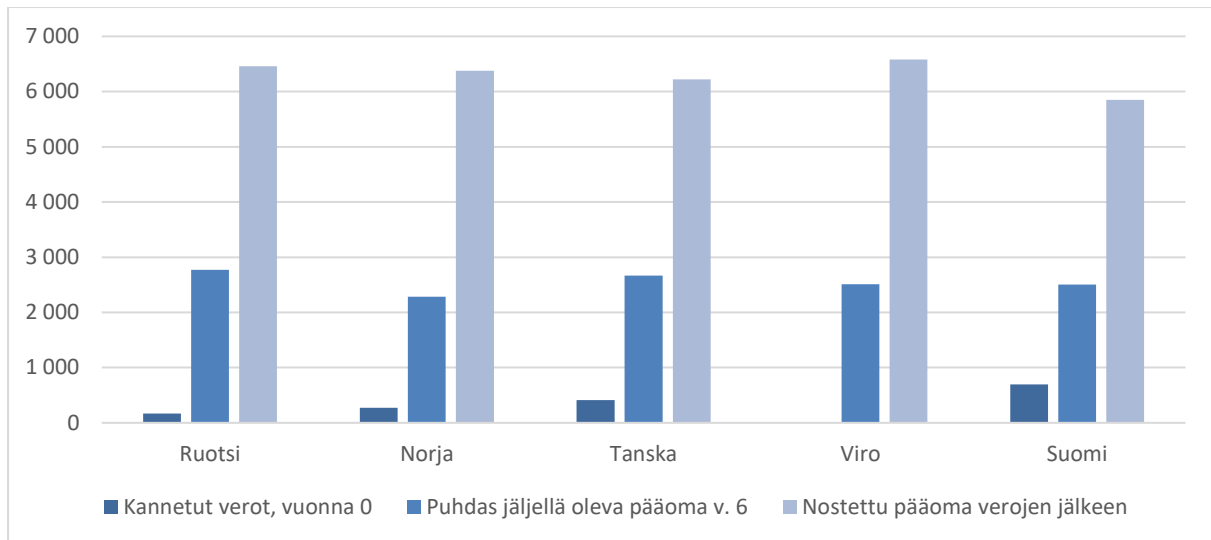
Lisäksi simulaation rajoitteena on melko lyhyt valittu ajankohta, tämä ei välttämättä tee oikeutta Suomen nykyisen kaltaiselle hankintameno-olettamalla – joka voi tehdä yksittäisistä tuhansia prosentteja kasvaneista osakesijoituksista suomalaiselle sijoittajalle edullisempia - verrattuna Norjan tai Viron malliin. Simulaatio ei myöskään sisällä tappiollisia vuosia, joten Tanskan mallin verovähennykset eivät pääse esiin. Uskon, että simulaatiosta on kuitenkin hyötyä osakesäästötilien erojen konkretisoimiseksi.

Mallissa pääomamääräksi valikoituu Tanskan osakesäästötilin rajoitusten vuoksi 6700 euroa. Simulaatiossa, sijoitussäästötilinhaltija uudelleensijoittaa osingot samaan arvopaperiin, sillä oletuksella, että koko käytettävissä oleva osinko pystytään hyödyntämään täysin arvopaperin hankkimisessa. Yksinkertaistamiseksi hyödynsin olemassa olevia veroasteita ja valtionlainan korkoja. On selvää, että valtionlainan korot jotka vaikuttavat suoraan Ruotsin sijoituspääoman veroasteeseen ja Norjan RRA-vähennyksen suuruuteen, hyvin todennäköisesti vaihtelevat vuosien välillä. Samoin Viron verouudistus, jossa tulevaisuudessa tiettyjen ehtojen täytyessä osinkoon kohdistuu yhtiötasolla 14 % vero, ja henkilötasolla 7 % lähdevero - on jätetty mallista ulos. Käytännössä Viron mallin mukaisesti oletettavaa on, että sijoitustilille maksettavista osingoista pienempi osuus tulevaisuudessa kasvattaa sijoitussäästötilinhaltijan hankintamenon kasvua. Toisaalta, yhtiöt saattavat pyrkiä kasvattamaan osinkoaan, koska heille kertyvä veroaste laskee. Verouudistus sisältää kuitenkin rajoituksia, ja keskiarvon ylittävät osingot tulevat yhä verotetuksi aiemmalla 20 % veroasteella, joten osinkojen kasvattaminen johtaa myös väistämättä siihen, että osasta osingoista jo yhtiö maksaa veron kokonaisuudessaan. Mallin selkeyttämiseksi katsoin järkeväksi huomioida Viron mallin sellaisenaan, kun se vielä vuonna 2018 toimii. Koska vertailumaiden verojärjestelmät eroavat toisistaan, ja jotta kannetut verot olisivat vertailukelpoisia toisiinsa nähden - on kannetut verot diskontattu eri vuosilta simulaation alkupisteeseen. Käytin diskontattaessa 3 % korkokantaa. Simulaation laskelmat ovat nähtävissä tämän työn ensimmäisenä liitteenä.

Ruotsin laskemissa pääomaan kohdistuu vuosittain 0,447 % vero, joka saadaan kaavasta $1,49\% \cdot 30\%$. Seuraavan vuoden pääomasta ennen kasvua vähennetään maksettu vero. Norjan mallissa RRA-vähennys (0,4 %) lasketaan vuoden viimeisen päivän balanssista, joka sisältää myös tilille maksetun osingon. Käytän simulaatiossa selvyiden vuoksi Norjan vuodelle 2016 vahvistettua työssä jo aiemmin käytettyä 0,4 % RRA-vähennystä. Maksettavaksi tuleva vero $30,6\%$ ($23\% \cdot 1,33$) lasketaan vähentämällä ensin osingosta koko pääomaan kohdistuva RRA-

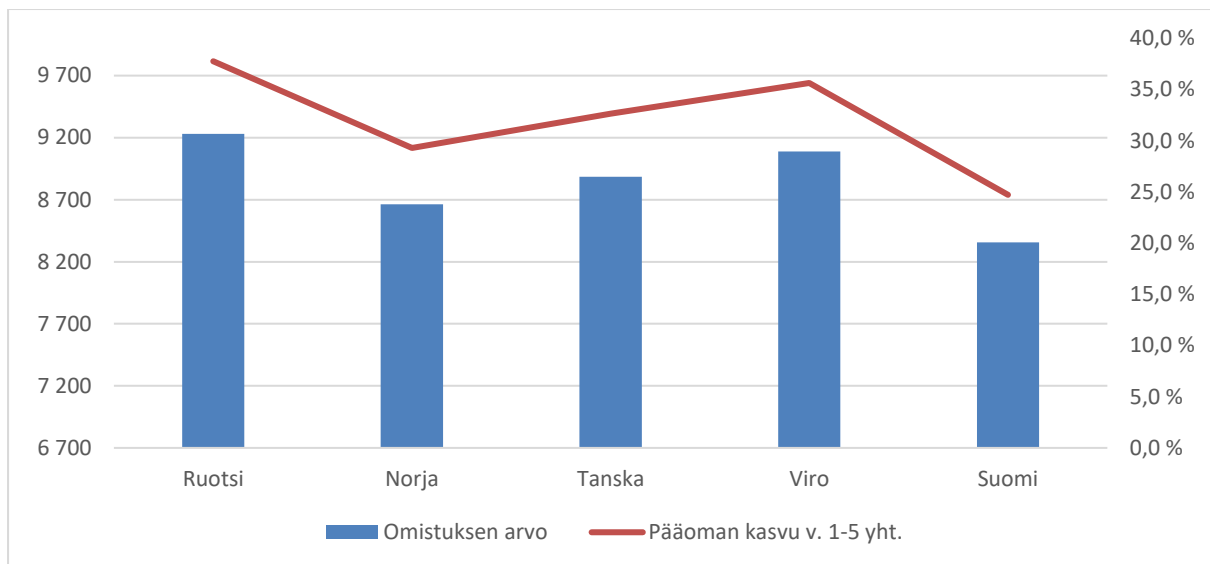
vähennys. Seuraavan vuoden sijoitettavasta pääomasta on vähennetty vero. Hankintameno Norjan mallissa kasvaa alkuperäisen hankintamenoon lisätyillä osingoilla. Tanskan mallissa vuotuinen tuotto lasketaan vuoden aikana kasvaneen pääoman ja edellisvuoden pääoman erotuksena. Tuottoon kohdistuu kiinteä 17 % vero. Seuraavan vuoden pääomasta vähennetään maksettu vero ennen 7 % tuottoa. Viron mallissa osingot kasvattavat alkuperäistä hankintamenoa. Suomen mallissa osingoista maksetaan efektiivisesti veroa 25,5% (85% osingosta * 30% pääomaveron). Vero vähennetään seuraavan vuoden alkupääomasta ja hankintameno ei Suomessa kasva.

6. vuoden ensimmäisen päivän realisoinnissa Ruotsin ja Tanskan malleissa ei aiheudu lisäkustannuksia. Norjassa, Virossa ja Suomessa, joissa hankintamenoa seurataan, veroseuraamuksia sen sijaan syntyy. Norjassa 5. vuoden lopun 70 % luovutus johtaa 6375 euron nostoon, hankintamenon samalla noustua 7818 euroon. Jäljellä olevan pääoman 2659 euron ja hankintamenon 1443 euron erotuksesta johtuen, puhtaaksi pääomaksi jää 2287 euroa. Luovutusvoiton vero 372, johtuu siitä, että luovutukset 6. vuotena ylittäisivät hankintamenon, ja tulisivat näin ylittävältä osuudelta verotettavaksi 30,6 % veroasteella. Viron mallissa tilanne on samankaltainen, ainoastaan numeroiden erotessa. 5. vuoden 70 % luovutus johtaa 6578 euron nostoon, hankintamenon ollessa 7856 euroa. Tällöin puhdas jäljellä oleva pääoma on arvoltaan 2511 euroa, huomioiden jäljellä olevan pääoman 2819 euroa ja jäljellä olevan hankintamenon 1278 euroa, sekä 20 % veroasteen hankintahinnan ylittävältä osuudelta. Suomessa 5. vuoden luovutus johtaa 5849 euron verojen jälkeiseen nostoon. 6. vuoden puhdaspääoma on 2507 euroa, kun huomioidaan jäljellä oleva pääoma 2720 euroa, sekä alkuperäisestä hankintamenosta jäljellä oleva osuus 2010 euroa, tällöin 6. vuoden luovutusvoiton myötä maksettavaksi tulevaksi veroksi muodostuu 213 euroa. On arvokasta huomata, että Suomen koko pääoman realisoinnin tuoma 213 euroa on alempi kuin Norjan (372 euroa) ja alemman verokannan mukaan verotetun Viron (308 euroa). Erotuksen voi olettaa kasvavan, mitä pidemmälle simulaatio jatkuisi, kunnes Suomen hankintameno-olettama astuisi sijoittajalle kannattavaksi. Osakesäästötilin verokertymien arviointi on todella haastavaa muun muassa tämänkaltaisten pitkälle tulevaisuuteen liittyvien verotuottojen vuoksi.



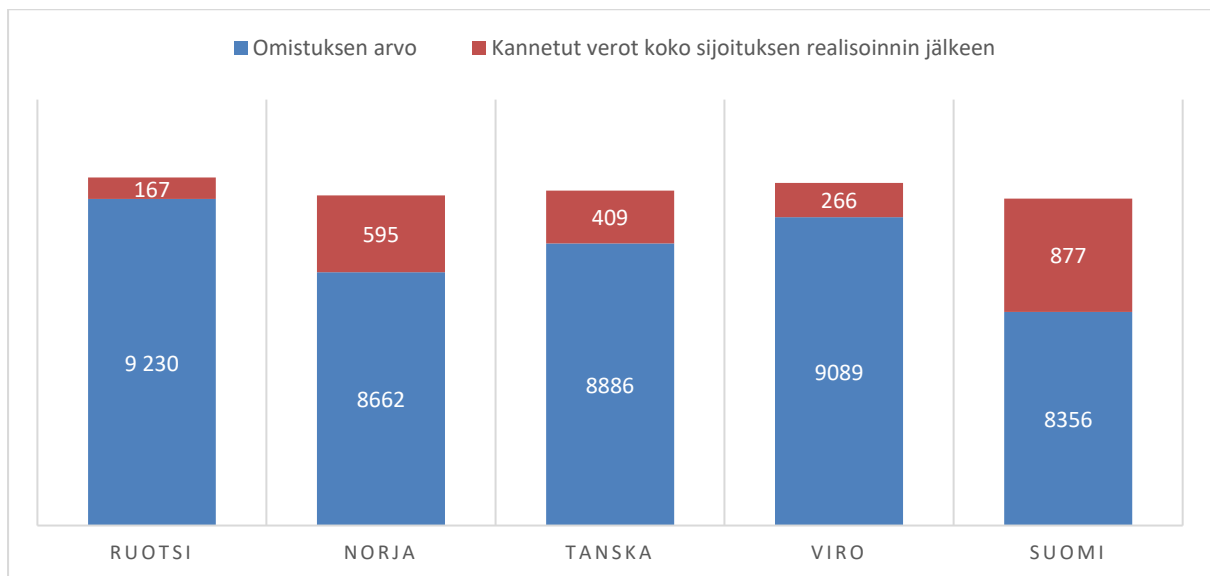
Grafiikka 1. Tilanne viidennen vuoden realisoinnin jälkeen.

Mallissa ilmenee nostettu pääoma, puhdas bruttopääoma sekä kannetut verot 5. vuoden 70 % realisoinnin jälkeen. Korkein nostettu pääoma on Virossa (6578€) ja alhaisin on Suomessa (5849€). Jäljellä oleva omistajalle verojen jälkeen kuuluva puhdas pääoma on sen sijaan suurin Ruotsissa (2769€) ja Tanskassa (2666€) ja pienin Norjassa (2287€). Tämä johtuu siitä, että Ruotsin ja Tanskan mallit eivät seuraa hankintamenoa, ja Norjan tilanteessa itse 5. vuoden nosto tapahtui hankintamenojen puitteissa, jolloin 5. vuoden nosto oli nostajalle verovapaa. Sen sijaan jäljellä olevasta pääomasta tulee myöhemmin tehdyiksi suurin vertailumaiden maksettavaksi tuleva vero, kuten ennen grafiikkaa esitettiin. Suurimmat kannetut verot on maksettu Suomessa (694€), kun Virossa ei maksettu veroa lainkaan. Tanskassa verokertymä oli 409€, Norjassa 274€, ja Ruotsissa 167 €. Eri vuosina maksetut verot on diskontattu simulaation alkuun, 3% diskonttokorolla.



Grafiiikka 2. Omistuksen arvo vuoden 6. ensimmäisenä päivänä ja sijoittajan tuotto

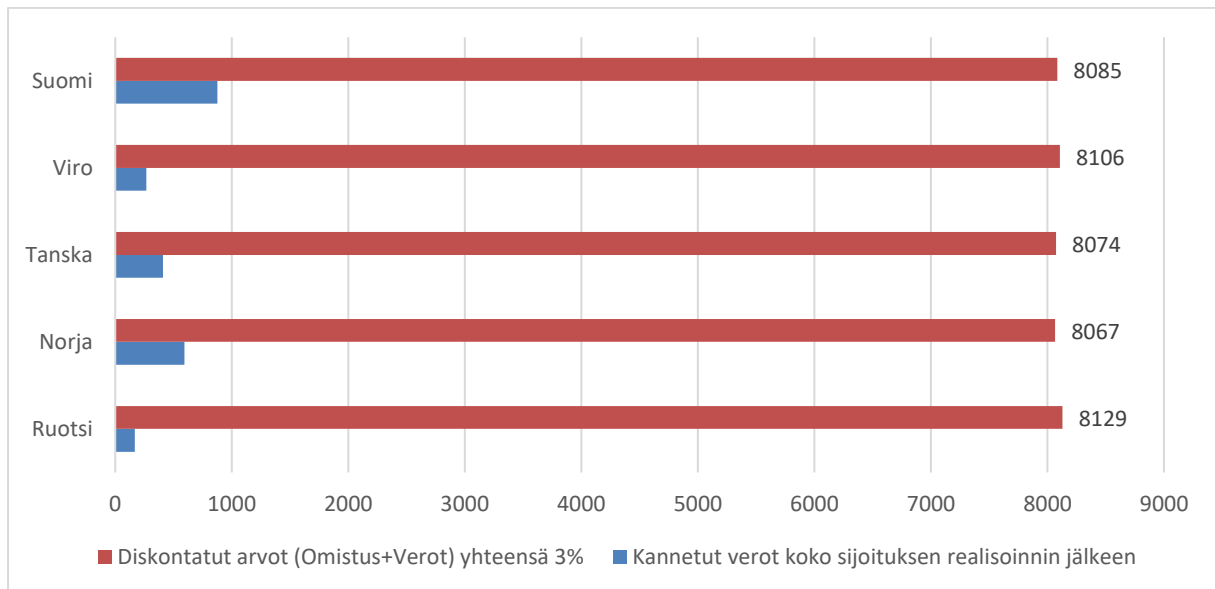
Grafiikan palkeista ilmenee sijoittajan 6. vuoden 1. päivänä rahaksi muutettu sijoituksen arvo, josta on vähennetty verot. Voimme todeta, että Ruotsin malli (9230€) on sijoittajalle edullisin käytetyllä viiden vuoden tarkastelujaksolla, mikäli simulaation parametrit pysyisivät ennallaan. Alin sijoittajalle jäävä arvo on Suomessa (8356€) Grafiikan prosentit taas kertovat, minkä kokoisen tuoton sijoittaja on saanut alkupääomalleen simulaation aikana.



Grafiiikka 3. Sijoittajan omistuksen arvo 6. vuoden realisoinnin jälkeen ja kannetut verot

Grafiikasta ilmenee sijoittajan käteiseksi muutettu omistuksen arvo 6. vuoden 1. päivänä. Maksetut verot on diskontattu simulaation alkuun. Omistuksien arvot ovat vertailukelpoisia

toisiensa kesken vuonna 6, ja maksetut verot on tehty vertailukelpoisiksi diskonttaamalla ne vuoteen 0. Nykyisenkaltaista järjestelmän vallitessa suomalaisen sijoittajan pääoma on 90,5 % ruotsalaisen vastaavasta. Veroja ruotsalainen sijoitussäästötilinhaltija on maksanut vain noin 20% siitä, mitä suomalainen on vastaavasti maksanut.



Grafiikka 4. Sijoittajalle kuuluva pääoma ja maksetut verot yhdessä.

Grafiikan punaisessa palkissa sijoittajalle kuuluva käteiseksi muutettu sijoitus on diskontattu vuoteen 0 samalla 3% diskonttokorolla, yhdessä verojen kanssa. Grafiikasta ilmenee jälleen maksetut verot. Ruotsin malli ylittää tässä tarkastelussa suurimpaan kokonaisarvoon, lisäksi huomionarvoista on, että arvot ovat kohtuullisen lähellä toisiaan. Suuremman verokertymän tuomat Norjan ja Suomen mallit muodostavat yhdessä Tanskan kanssa alimmat kokonaisarvot. Mikäli diskonttokorkoa nostettaisiin kolmesta 10 prosenttiin ainoastaan sijoittajan arvon osalta, muuttuisi tilanne siten, että Suomen kokonaisarvo olisi suurin, koska alemmalla kannalla diskontattujen jo maksettujen verojen suuruus on korkein. Kuitenkin, mikäli myös maksetut verot, että omistuksen arvo diskontattaisiin kummatkin samalla 10 % korolla, olisi edelleen Ruotsin sijoitussäästötilin arvo korkein. Tätä seuraisi pienellä erolla Tanska, jonka jälkeen lähes tasoissa Norja, että Viro ja viimeisenä Suomi.

Kuten aiemmin esitetystä grafiikasta 3. ilmenee, Suomen nykyisenkaltaisen järjestelmä on sijoittajalle epäedullisin, simulaation parametrit huomioonottaen. Lisäksi sijoitussäästötilin kautta sijoitussäästötilienhaltijat pystyvät käymään kauppaa omistuksillaan ilman välitöntä

veroseuraamusta, mikä ennestään tekee suomalaisen sijoittajan aseman huonommaksi suhteessa vertailumaiden sijoitustilienkäyttäjiin. Suomalainen sijoittaja ei voi myydä omistuksiaan salkun sisällä ilman välittömiä veroseuraamuksia. Tältä osin simulaatio on suomalaiselle järjestelmällä armollinen. Myös, mikäli sijoitushorisonttia pidennettäisiin, oletettavasti erot kasvaisivat, ainakin hankintameno-olettamaan saakka. Ruotsin järjestelmässä kiinteä vero kohdistuu pääomaan kuten nytkin, Norjan ja Viron malleissa sijoittajan hankintameno yhä kasvaisi, mikä helpottaisi sijoittajan luovutusvoittojen verotusta. Tanskassa verokertymä 17 % kiinteällä tuoton veroasteella oli tarkastelujaksolla vuosittain vertailumaiden korkein, mutta luovutusvoitto taas verovapaa. Myyntivoittojen verotuksen huomioiden, ja samalle viivalle Suomen verokertymän kanssa diskontattuna, tanskalaisen verokertymä (409€) jää suomalaista alhaisemmaksi (877€).

4.4 Osakesäästötili ratkaisuna

Osakesäästötilin avulla ei ratkaista kaikkia verotuksen neutraaliuuteen liittyviä ongelmia. Osakesäästötili kuitenkin parantaa pörssituotteisiin kohdistuvien eri sijoitusmuotojen neutraliteettia, ja vähentää näin ongelmaa henkilötasolla.

Osakesäästötilillä nykyisellään ei voida saattaa kaikkia sijoituskohteita täysin neutraaliin asemaan, ellei osakesäästötilille sallittaisi säilytettäväksi kaikkea mahdollista omaisuutta, kuten asuntoja tai metsää. Osakesäästötilin myötä yksityishenkilöiden osakesäästämisestä tehdään kuitenkin joustavampaa. Sijoittajien kohtaama lukittautumisvaikutus yksittäisten osakkeiden kohdalta tulee poistumaan ja yleisemmin ainakin osaltaan se tulee pieneneään, sillä sijoittaja pystyy osakesäästötilin sisällä allokoimaan varojaan haluamallaan tavalla ilman välitöntä veroseuraamusta. Näin ollen pääoma allokoituu tehokkaammin. Pääoman tehokkaampi allokoituminen vähentää yhteiskunnan kohtaamaa tappiota, joka johtuu pääomien tehottomasta allokoinnista. Riippuen valittavasta osakesäästötilin mallista, osakesäästötililtä pörssin ulkopuolelle tehtävät sijoitukset saattaisivat kasvaa. Huomioitava kuitenkin on, että mikäli osakesäästötilin kautta tehtävät sijoitukset ovat liian kilpailukykyisiä suhteessa muihin investointeihin, voisi muuhun talouteen kohdistuvat sijoitukset kasvamisen sijasta, myös vähentyä. Ruotsin ja Tanskan malleissa tilinhaltija ei kohtaa mitään välitöntä veroseuraamusta siirtäessään varoja tililtä käteiseksi. Norjan ja Viron malleissa vero kohdistuu hankintamenon ylittävään osaan, kun Suomessa vero kohdistuu realisointeihin välittömästi ja kohdistuu

kaikkiin omistuseriin FIFO-periaatteen vuoksi. Suomessa sijoittajien kohtaamaa inflaatio-ongelmaa on tällä hetkellä kompensoitu hankintameno-olettamalla, joka voi joissain tilanteissa olla sijoittajalle edullisempi kuin osakesäästötilit. Mahdollisen osakesäästötilin myötä hankintameno-olettama poistuisi. Kaikkien vertailumaiden osakesäästötilimallit helpottaisivat myös osakesäästötililtä tehtäviä nostoja suhteessa Suomessa vallitsevaan nykyiseen tilanteeseen. Tämän vuoksi pörssiosakkeisiin sitoutunutta sijoitusvarallisuutta voidaan mahdollisesti käyttää laajemmin myös pörssin ulkopuolisiin investointeihin tai kulutukseen.

Osakesäästötilin käyttöönotto parantaisi suomalaisen henkilöverotuksen kilpailukykyä suhteessa vertailumaihin. Tästä voi olla jotain etua esimerkiksi aivovuodon vähentämisessä. Verotus ei liene ainut tai edes tärkein kilpailuvaltti, huippuosaajien valitessa työskentelymaataan. Nykyisenkaltaisen verotuksen vallitessa, vertailumailla on kuitenkin etu verrattuna Suomeen tässä suhteessa. Osakesäästötili parantaisi osaltaan Suomen kilpailukykyä, myös tänne pidemmäksi aikaa sijoittautumista harkitsevien huippuosaajien houkuttelussa.

Valtion talousarvioesityksen mukaan kotitalouksien talletusten yhteenlaskettu määrä oli vuoden 2016 lopussa noin 80 miljardia euroa.²³⁵ Oletettavaa on, että osakesäästötilin myötä osakesäästäminen kasvaisi. Kansalaiset jotka ovat vauraampia ja omistavat helposti likvidoitavaa omaisuutta, uskoakseni kokevat myös suurempaa turvallisuuden tunnetta arjestaan, että tulevaisuudestaan. Osakesäästötilin voi olettaa kasvattavan helposti likvidoitavan varallisuuden määrää. Laajalle leviävän positiivisen uskon tulevaisuuteen - voi taas olettaa hyödyttävän tai jopa parantavan yhteiskuntaa.

Osakesäästötili poistaisi tai ainakin vähentäisi tarvetta kapitalisaatiosopimusten tekemiseen. Kapitalisaatiosopimuksien edut tulisivat laajemmin kaikkien saataville, eikä sijoitettavan pääoman määrällä olisi niin suurta eroa yksityishenkilön sijoitusmahdollisuuksien suhteen. Näin ollen, osakesäästötilin voidaan myös nähdä lisäävän osakesäästäjien tasa-arvoa.

Osakesäästötili myös mahdollisesti poistaa tai ainakin vähentää sijoitusrahastoilla olevaa veroetua suhteessa suoraan osakkeiden kautta yhtiöihin sijoitaviin yksityishenkilöihin. Tällä hetkellä sijoitusrahasto saa sijoittaa ansaitsemansa osingot uudelleen, ilman välitöntä

²³⁵ Valtion talousarvioesitys (2018)

veroseuraamusta - kun yksityinen henkilö maksaa osingoista veron välittömästi. Osakesäästötilin voikin nähdä lisäävän myös kilpailua. Sijoitusrahastojen tulee parantaa palvelujaan, mikäli ne mielivät olla mahdollisen osakesäästötilin käyttöönoton jälkeen yhtä houkutteleva vaihtoehto kuin tällä hetkellä.

Mikäli osinkoja halutaan edelleen verottaa kuten Norjan mallissa, kasvattavat ne osakesäästötilinhaltijan hankintamenoa, ja täten kasvattavat sijoittajan hankintamenopohjaa – ja siten mahdollisuutta nostaa varoja suuremman määrän ilman veroseuraamusta. Poistamalla sijoitusrahastojen suhteellisen veroedun, sekä vakuutusyhtiöiden tarjoamien kapitalisaatiosopimusten omistajien eksklusiivisen oikeuden vaihtaa sijoituskohdetta ilman välitöntä veroseuraamusta – osakesäästötili tulee siirtäneeksi näiden syiden takia kyseisten instrumenttien kautta sijoittavien henkilöiden sijoitukselle tulevasta tuotosta suuremman osan yrityksiltä suoraan osakesäästäjille. Sijoituksen hallinnolliset kulut pienenevät, muiden asioiden pysyessä samana - sijoituspääomalle kertyvä tuotto kasvaa korkoa korolle nopeammin. Osakesäästötilin voidaankin tästä näkökulmasta lisäävän sijoitusten tehokkuutta, vähentämällä kustannuksia.

Osakesäästötilin käyttöönotto Suomessa kiistatta synnyttäisi joitain kustannuksia. Käyttöönotto selkeyttäisi verojärjestelmää, sillä tapaa, ettei yksittäisten osakkeiden hankintamenoilla osakesäästötilin sisällä olisi enää merkitystä. Näin ollen FIFO-periaatteesta voidaan osakesäästötilin sisällä luopua. Koska yksittäisten osakekauppojen kirjanpidolla ei olisi enää osakesäästötilin kanssa merkitystä, voi veronkantamisen taakan tältä osin nähdä kevenevän. On tärkeää huomata, että osakesäästötilin käyttöönotettaessa ei lopeteta luovutusvoittojen verotusta. Suomessa luovutusvoittoveron perälaatana on lopulta perintövero, jolloin viimeistään hankintamenon ylittävä tuotto tulisi verotetuksi voimassa olevan pääomaveron mukaisesti. Mallieni osakesäästötilien käyttäjät tulevat maksamaan myös tulevaisuudessa luovutusvoitoistaan veroa. Mallit ovat lähimpinä Norjan ja Viron malleja.

Vertailumaissa jo käytössä olevat osakesäästötilit avataan arvo-osuustilien tapaan sellaisten palveluntarjoajien kautta, kenellä on toimintaan tarvittavat luvat. Tanskassa tilanne on vielä epäselvä, lisäksi Tanskassa rajoitetaan osakesäästötilien määrä yhteen - oletettavasti kruunumääräisten rajoitusten seuraamisen helpottamiseksi. Mikäli tili avataan Tanskassa samaan tapaan kuin muissa vertailumaissa palveluntarjoajille, voisi palveluntarjoajien

keskinäinen kilpailu jopa vähentyä. Ongelmaa pienentää se, että Tanskassa sijoitetun pääoman voi siirtää verotta, kun se on muutettu käteiseksi. Osakesäästötili voidaan luoda kuvitteellisenä myös veroviranomaisten tasolle, ja palveluntarjoajat velvoitettaisiin ilmoittamaan asiakkaidensa sijoitusten tiedot kuten tälläkin hetkellä verotusta varten. Tämä mahdollistaisi tehokkaasti jäljemmin esittämäni toisen osakesäästötilin normaalituottoon kohdistuvan kevennyksen, ja kaikkia kansalaisia - kattaen myös ei vielä sijoittavat - hyödyttävän osakesäästötilimallin.

Vertailumaissa osakesäästötilin avaamiselle on asetettu joitain rajoituksia. Tyypillisin rajoitus on se, että tilin saa avata vain luonnolliset henkilöt. Vertailumaissa osakesäästötilin rinnalle on myös jätetty mahdollisuus sijoittaa osakkeisiin suoraan ilman osakesäästötiliä. Mikäli päällekkäistä järjestelmää ei jätettäisi käytettäväksi, nykyisten omistusten siirtäminen osakesäästötilille muodostaisi kysymyksiä. Omistusten siirto olisi todennäköisesti mahdollistettava aiemman hankintamenon jatkuvuus taaten, ilman välitöntä veroseuraamusta. Mikäli osakesäästötilin ulkopuolinen vaihtoehto suorille osakesijoituksille on olemassa - verolainsäädäntö ei tällä tapaa rakennettuna toimisi takautuvasti. Varsinkin osakesäästötilimalleissa, joissa verotus kohdistuisi pääomaan – voisi olla ongelmallista, mikäli osakesäästötili kiristäisi jonkin toimijan verotusta radikaalisti, ja hänet olisi pakotettu järjestelmän käyttäjäksi. Annettaessa ratkaisun osakesäästötilin käyttöönottamisesta ja käyttämisestä sijoittajalle itselleen, tullaan välttäneeksi läpikäytyjä pulmia. Lisäksi rinnakkaisen järjestelmän käyttöön jättäminen voisi hidastaa lähdeverotulojen pienentymistä. Tämän työ toiseksi viimeisessä alakappaleessa 5.8 kommentoidaan eri sijoitusmuotoja tutkineen työryhmän raporttia. Työryhmä huomioi, että mikäli osakesäästötilin sisäiset osingot määrättäisiin verovapaiksi, olisi niiden oltava myös rajoitetusti verovelvollisille mahdollisesti verovapaita. Asia edellyttänee lopullisen ratkaisun, joka on mahdollisesti saatavissa vasta EUT:n päätöksestä, mutta rinnakkaisen järjestelmän olemassaolo voisi mahdollisesti hidastaa lähdeverotulojen pienentymistä, vaikka osingot osakesäästötilin sisällä päätettäisiin vapauttaa verosta. Tämä johtuisi siitä, että mikäli EU-oikeutta tulkittaisiin siten - että rajoitetusti verovelvollisten tulisi kuitenkin hankkia myös verovapaisiin osinkoihin perustuvat omistukset osakesäästötilille saadakseen samat oikeudet, eli tässä tapauksessa verovapaat osingot, tulisi nykyiset omistukset käytännössä realisoitua ennen osakesäästötilille siirtoa. Mikäli rajoitetusti

verovelvollisen luovutukset aiheuttaisivat hänelle välittömiä veroseuraamuksia asuinvaltioonsa, voisi siirtymä osakesäästötilin käyttäjäksi pidentyä.

4.5 Suositukset

Huomioiden Suomen nykyisenkaltaisen osake- ja rahastosijoittamisen eroavaisuudet, kapitalisaatiosopimukset, verojärjestelmän kilpailukyvyttömyyden suhteessa vertailumaihin ja veroteoriaa laajemmin - esitän työni päätteeksi kaksi vaihtoehtoa Suomen malliksi osake- tai sijoitussäästötiliksi. Tarkoitukseni on esittää osakesäästötili mallit, jotka kannustavat kansalaisia osakesäästämiseen. Mallien lähtökohtana on muiden maiden hyvät käytännöt, ja vertailukohtana ennen kaikkea kapitalisaatiosopimukset.

Ensimmäinen malli on osakesäästötili keskusteluissa useimmiten ilmentynyt malli. Tässä mallissa suora osakesijoittaminen asetetaan samalla viivalle kapitalisaatiosopimusten kanssa. Suomalaisessa keskustelussa on useimmiten esiintynyt termi osakesäästötili, mutta nähdäkseni tilille voisi yhtä hyvin hankkia myös tavallisia rahasto-osuuksia ja pörssinoteerattuja rahasto-osuuksia eli ETF:iä. En näe myöskään ongelmaa siinä, etteikö osakesäästötilillä voitaisi säilyttää myös johdannaisia tai muita riskisempiä sijoitusinstrumentteja. Koska osakesäästötilin sisällä luovutusvoitot ovat verovapaita, on mahdolliset tappiot myös verovähennyskelvottomia. Näin ollen suuristakaan yksityishenkilön mahdollisista tappioista ei synny osakesäästötilin sisällä verovähennyskelpoista menoa, jonka vuoksi tuotteita voitaisiin mahdollisesti haluta rajoittaa. Mikäli sijoitustuotteita lähdetään rajoittamaan, tullaan samalla ohjanneeksi osakesäästötilinhaltijoiden käyttäytymistä. Näin ollen neutraaliuus listattujen sijoitusinstrumenttien kesken ei myöskään toteutuisi täydellisesti.

Oikeudenmukainen verotaakan jakautuminen veronkantajien kesken on tärkeä verojärjestelmän suunnittelun apuna käytettävä periaate. Käsitys oikeudenmukaisuudesta on kuitenkin subjektiivinen arvokysymys. Kohtuullisuuden ja sen mikä on oikein, arviointi ja päätösten tekeminen kuuluu aina poliittisille päätöksentekijöille. Tärkeää on, että näitä päätöksiä tehdessään poliittisilla päätöksentekijöillä tulee olla mahdollisimman kattava ymmärrys siitä, miten veromuutokset vaikuttavat erilaisten verosubjektien tuloihin ja

päätöksien, kuten investointien tekoon.²³⁶ Torkkelin ja Kukkosen (2017) mukaan oikeudenmukaisuuteen liittyviä näkökulmia nousee myös esiin silloin, kun vain erittäin varakkailla toimijoilla on enemmän vaihtoehtoja, kuin vähemmän varakkailla toimijoilla.²³⁷ Oikeudenmukaisuuden näkökulmasta osakesäästötili nostaa suoraan osakkeisiin sijoittavat huonommasta asemasta parempaan asemaan - verrattuna osakerahastojen tai kapitalisaatiosopimusten kautta sijoittavien kanssa. Sillä omistamiensa sijoitusrahastojen osuuksien myyjä kohtaa tällä hetkellä aina veroseuraamuksen FIFO-periaatteen mukaisesti. Kapitalisaatiosopimuksen kautta sijoittavat, taas joutuvat sitoutumaan määräaikaisiin ja mahdollisesti pitkiinkin sopimuksiin, sekä maksamaan palvelusta vakuutusyhtiölle. Kapitalisaatiosopimuksen kautta sijoittava kantaa myös ainakin teoreettisen riskin vakuutusyhtiön tulevaisuuden maksukykyvystä.

4.5.1 Ensimmäinen malli

Suomi malli 1	
Nimi:	Osakesäästötili / Sijoitussäästötili
Sijoitustuotteet:	Laajat
Verotus sisällä:	Neutraali
Osingot:	Ei välitöntä verotusta
Luovutusvoitot:	Ei välitöntä verotusta
Verotus ulos:	Hankintamenon ylittävältä osuudelta pääomaverot 30%
Muut säännökset:	Tilille kertyvä tuotto josta maksettu verot (e. ulkomaiset osingot) kasvattavat hankintamenoa

Taulukko 7. Ehdotus Suomen malliksi 1.

Ensimmäinen malli on suomalaisessa osakesäästötalikeskusteluissa esiintynyt malli. Aiemmin puhuttaessa osakesäästötilistä Suomen kontekstissa, useimmiten viitataan juuri tämänkaltaiseen malliin. Tässä mallissa osakesäästötilille maksettavat osingot maksetaan ilman osingonsaajan välitöntä veroseuraamusta. Osakesäästötilin sisäiset kaupat ovat myös välittömästi luovutusvoittoverotuksesta vapautettuja. Sen sijaan, osakesäästötilinhaltijan nostaessa varoja osakesäästötililtä verotetaan nostoja hankintamenon ylittävältä osuudelta kulloinkin voimassa olevan pääomaverokannan mukaisesti.

²³⁶ Vartiainen – et al. (2013) s.4

²³⁷ Torkkeli ja Kukkonen (2017) s.52

Malli muistuttaa lähimmiten Viron mallia, kuitenkin se eroaa Viron mallista sillä tapaa, että tilille maksettavat osingot eivät kasvata hankintamenoa. Virossa tilille kertyvät suoritukset joista on maksettu vero, kasvattavat tilin hankintahintaa. Norjan mallista ensimmäinen malli eroaa sillä tapaa, että osinkoihin ei kohdistu välitöntä veroa – vaan osinko jää kerryttämään tilille tuottoa niin kauan, kunnes osakesäästötilinhaltija päättää nostaa varoja tililtä ulos hankintamenon ylittävän määrän. Osinkojen vuosittainen verotus voidaan ymmärtää jonkinlaisena tasapainottava ja tasaista verokertymää valtiolle tuottava rahavirtana. Yksi yhteen asia ei kuitenkaan näin ole. Mikäli osinkoja verotetaan ja luovutusvoitot jätetään verottamatta, jää osakesäästötiliin jälleen yksi sijoittajan toimintaa ohjaava ajuri – jolloin sijoittajan saattaa olla järkevämpää pidättäytyä sijoituksista jotka kohdistuvat osinkoja paljon maksaviin yrityksiin, verrattuna yrityksiin jotka sijoittavat kaikki kertyneet voittovaransa investointeihin. Osinkojen verotus osakesäästötilin sisällä saattaisi aiheuttaa painetta osakesäästötilinhaltijoille myydä omistuksensa osakkeista juuri ennen osingon irtoamista – sillä luovutukset osakesäästötilin sisällä ei aiheuta välittömiä veroseuraamuksia. Mikäli transaktiokulut huomioiden tämänkaltaisen toiminta on sijoittajille edullista, on helppo uskoa, että tämänkaltaisiin toimiin ryhtyy ainakin osa sijoittajista. Tällä tapaa toimien, osingon ottaisi vastaan sellainen taho – jolle sen saamisesta aiheutuisi alimmat kustannukset. Tällaisia tahoja on kaikki ne toimijat, jotka saavat osingot verovapaasti tai sijoittajaa halvemmalla. Näin ollen verottamalla osinkoja, tultaisiin suurella todennäköisyydellä lisänneeksi turhaa tai keinotekoista kaupankäyntiä, joka kasvattaa sijoittajien hallinnollisia kustannuksia. Lisäksi verokertymä todennäköisesti olisi oletettavasti yksinkertaisia laskelmia alhaisempi. Mikäli osinkoja päädyttäisiin verottamaan tulisi myös pohdittavaksi se, tehdäänkö se nykyisen huojuksen tapaan – eli siten, että 15 % pörssilistatun yhtiön jakamasta osingosta on verovapaata, vai siten, että koko osinko olisi veronalaista pääomatulona. Mikäli koko osinko olisi veronalaista laajenisi epäneutraali kuilu osakesäästötilin sisällä sijoittavan ja sen ulkona sijoittavan kesken, ja todennäköisesti vahventaisi jäljempänä esitettäviä käyttäytymisvaikutuksia.

Osinkojen veronalaisuus ja luovutusvoittojen verovapaus aiheuttaisi epäneutraalin tilanteen, ja näin todennäköisesti voisi vaikuttaa osakesäästötilinhaltijoiden toimintaan. Lisäämällä tämän epäneutraaliuuden järjestelmään, tullaan kasvattaneeksi arvopaperivälittäjien palveluiden käyttöä, ja siten palveluja käyttävien asiakkaiden kuluja. Osa kaavailluista verotuotoista valuu

arvopaperivälittäjille. Ongelmaa pienentäisi se, että mikäli osingoista olisi kannettu vero – kasvattaisivat ne hankintamenoa, kuten osakesäästötilille tehtävät talletukset. Tällöin osinkojen verotus olisi symmetristä, sillä tilille maksetut osingot käsiteltäisiin kuten tilille tehtävät talletukset. Edelleen epäneutraalius osinkojen veronalaisuuden ja luovutusvoittojen verottomuuden kanssa säilyisi kuitenkin.

Koska luovutusvoitot osakesäästötilin sisällä olisivat vapautettu välittömästä verotuksesta, tulee myös osakesäästötilin sisäisten luovutustappioiden olla verovähennyskeltottomia. Koska verotus osakesäästötililtä tapahtuisi, kun varoja nostetaan hankintamenon ylittävältä osuudelta - ei osakesäästötilin kanssa ole tarvetta seurata yksittäisten arvopapereiden hankinta- ja myyntihintoja. Tällöin osakesäästötiliä käytettäessä tullaan luopuneeksi FIFO-periaatteesta. Tämän voi myös olettaa keventävän hallinnollista taakkaa arvo-osuustilien tarjoajien ja Verohallinnon näkökulmasta. Osakesäästötilin verotus on myös järjestettävissä tehokkaasti, niin veronmaksajan, kun veronsaajan näkökulmasta. Luovuttaessa FIFO-periaatteesta ja yksittäisten osakkeiden hankinta- ja luovutushintojen seuraamisesta, on luovuttava myös hankintameno-olettamasta. Osakesäästötilin sisällä osinkojen ja luovutusvoittojen vapautus välittömästä verosta pyrkii vastaamaan sijoittajien kohtaamaan inflaation ongelmaan. Tällöin hankintameno-olettamasta luopuminen osakesäästötilin yhteydessä, myös keventää jälleen veroviranomaisten veronkeräämiseen liittyvää taakkaa. Hankintameno-olettamasta luopuminen myös varmistaa sen, ettei osakesäästötilin yhteydessä inflaatiota ensimmäisessä mallissa kevennetä kahdesti.

Osakesäästötililtä nostettaessa varoja ja noston ylittäessä osakesäästötilin hankintamenon, on nostot veronalaista pääomatuloa. Tällöin symmetrisesti tulee myös mahdollisten tappioiden olla verovähennyskelpoisia muista pääomatuloista. Tässä kohtaa symmetrian tavoite törmää kuitenkin myös riskiin. Sillä osakesäästötilinhaltija voisi pyrkiä nostamaan joka vuoden lopussa varoja niin paljon kuin se verottomasti olisi mahdollista. Tällöin tappioita syntyisi, mikäli seuraava sijoitusvuosi osakesäästötilin kanssa olisi tappiollinen. Mikäli järjestelmä toimisi symmetrisesti ilman verovähennysrajoituksia, syntyisi osakesäästötilinkäyttäjille insentiivi pyrkiä pitämään osakesäästötilin balanssi lähellä hankintahintaa, koska näin toimien voitot saisi verottomasti, ja tappioita pääsisi vähentämään muista tuloista. Verovähennyskelpoisuuden hyödyntäminen toki edellyttäisi myös muita tuloja, jotta vähennyksiä pystyisi hyödyntämään. Norjassa, jossa malli toimii tähän tapaan, tämä ongelma

on ratkaistu tappioiden vähennysoikeuksien rajoituksilla. Osakesäästötiliin liittyvät tappiot saa vähentää ainoastaan, kun osakesäästötili suljetaan. Osakesäästötilin tarkoituksena nähdäkseni on tukea kotimaista pitkäaikaistakin osakesäästämistä, eikä rakentaa järjestelmää jossa tilejä availemalla ja sulkemalla voidaan pyrkiä edullisimpiin veroratkaisuihin - olisin valmis menemään tappioiden vähentämisen rajoituksissa tätä pidemmälle. Tällöin tappiot olisivat mahdollista vähentää, kun osakesäästötilin käyttäminen muodostuu mahdolltomaksi, esimerkiksi riittävän pitkän ajan ja pysyvän maasta poismuuton tai kuoleman vuoksi.

Mallin hyviä puolia olisi se, että se nostaa suomalaisen osakesijoittajan kilpailukykyiseen asemaan. Osakesäästötili kannustaisi luonnollisia henkilöitä sijoittamaan pörssiyrityksiin. Ottaen huomioon suomalaisten pankkitileillä makaavat varat, voi tämä olla kansatalous huomioidenkin merkittävää. Lisäksi, jos asiaa käsitellään hajautuksen näkökulmasta: on yksilölle usein edullista, ettei kaikki varallisuus ole kiinni esimerkiksi ainoastaan omistusasunnossa. Se, että kansalaisten varallisuus olisi hajautettu paremmin ja helpommin likvidoitavissa – voi taas edesauttaa pinnalla ollutta työnperäistä muuttamista, ja olla näin jälleen hyödyllistä koko yhteiskunnalle.

Malli olisi myös neutraali suhteessa erilaisiin pörssilistattuihin yrityksiin. Osakesäästötilin sisäisten tuottojen ollessa verovapaita, voi osakesäästötiliin siirtyvien määrä ja varallisuuden määrä olla suurempi ja tapahtua nopeammin. Tällöin osakesäästötiliin siirryttäessä, sitä edeltävät luovutusvoitot voivat hetkellisesti myös kasvattaa verokertymää. Neutraalissa mallissa sijoittajan ei tarvitsisi miettiä, kannattaako hänen sijoittaa osinkoja maksavaan yritykseen, vai kaiken kertyneen voittonsa investoivaan yritykseen. Tämänkaltaisen neutraaliasetelma tarjoaisi myös tutkijoille mielenkiintoisen kentän tulevaisuuden osinkojen vaikutuksia kartoittaviin tutkimuksiin. Se fakta, että osakesäästötililtä voidaan nostaa varoja hankintamenoon asti ilman välitöntä veroseuraamusta – voidaan nähdä pienentävän osakkeisiin sijoittavien vaihtoehtoiskustannusta, kun tilinhaltija suunnittelee osakesäästötilin ulkopuolisia sijoituksia tai hankintoja. Tällä hetkellä luonnollisten henkilöiden osakeluovutuksissa luovutusvoitosta maksetaan aina veroa. Näin ollen, voidaan olettaa – että sijoittajien pörssissä kiinni olevat varat, ovat tulevaisuudessa helpommin myös pörssin ulkopuolisen talouden käytettävissä. On hyvä muistaa, että mikäli osakesäästötili on liian houkutteleva - voi se siirtää varoja pörssin ulkopuolelta pörssiin, jolloin kulutus tai sijoitukset pörssin ulkopuolella saattavat vähetä. Malli asettaisi osakesijoittajat myös neutraalimpaan

asemaan sijoitusrahastojen ja kapitalisaatiosopimusten kautta sijoittavien kesken. Tämän taas voi nähdä kasvattavan tasa-arvoisuutta, ja lisäävän omistuksien läpinäkyvyyttä.

Mallin ongelmana voidaan nähdä fiskaaliset tavoitteet. Ensimmäisen mallin osakesäästötili tavallaan patoaa omistajan tuottoa tulevaisuuteen. Tästä johtuen myös verotuksen myötä valtiolle päätyvä osuus tuotosta siirtyy tulevaisuuteen. Mikäli fiskaalista ongelmaa lähdetään ratkomaan joidenkin euromääräisten rajoitusten avulla – suosittelen, että markkeriksi otetaan pienimillään yksityisten osakeyhtiöiden huojennettu osingonjaon verotuksen suuruusluokka. Tällöin puhuttaisiin noin 150 tuhannen euron maksimi hankintamenosta, mitä voitaisiin kasvattaa esimerkiksi elinkustannusindeksin mukaan. Tällaiset rajoitukset ovat kuitenkin keinotekoisia ja ohjaavat ylittävän varallisuuden johonkin muualle, kuten kapitalisaatiosopimuksiin. Tanskan ratkaisu, missä rajoitetaan tiukasti vuosittain sijoitettavaa pääomaa, sekä suurinta sallittua pääomaa - vesittää helposti koko uudistuksen idean.

Toiseksi, malli ei vastaa täydellisesti sijoittajien kohtaamaan inflaatio-ongelmaan. Asiaa helpottaa se, että tuotot on mahdollista sijoittaa tilin sisällä uudelleen. Malli ei kuitenkaan jätä normaalituottoa verottamatta. Toisaalta, mallia saatetaan arvostella tasa-arvon näkökulmasta siten, että se tarjoaa helpotuksia vauraille. Tämä ei kuitenkaan ole koko totuus, sillä jo nyt on mahdollista hyödyntää esimerkiksi kapitalisaatiosopimuksia veronmaksun lykkäämiseksi. Ehdotettu osakesäästötili ei myöskään olisi neutraali kaikkien eri omistuslajien kesken, vaan esimerkiksi asuntosijoittajien verotus toimisi yhä eri tavalla.

4.5.2 Toinen malli

Suomi malli 2	
Nimi:	Osakesäästötili / Sijoitussäästötili
Sijoitustuotteet:	Laajat
Verotus sisällä:	300€ vuosittainen huojennus ja RRA-vähennys kasvattavat hankintamenoa
Osingot:	Ei välitöntä verotusta
Luovutusvoitot:	Ei välitöntä verotusta
Verotus ulos:	Hankintamenon ylittävältä osuudelta pääomavero 30%
Muut säännökset:	Tilille kertyvä tuotto josta maksettu verot (e. ulkomaiset osingot) kasvattavat hankintamenoa

Taulukko 8. Ehdotus Suomen malliksi 2.

Toinen malli ehdotukseksi Suomen osakesäästötilimalliksi on variantti lähimmiten Norjan osakesäästötilimallista. Malli on kiistatta käyttäjälleen edullinen ja mahdollisesti fiskaalisesti hankalahko. Esitän sen kuitenkin sen laajojen etujen vuoksi, eräänlaisena avauksena.

Tässä mallissa RRA-vähennyksen tapaan, normaalituotto jätetään verottamatta. Valitulla riskittömällä korolla kerrotaan tilin hankintameno. Riskitön korko voi olla esimerkiksi valtionlainan korko aina verovuotta seuraavan vuoden tammikuussa. Tilin hankintameno taas tulisi laskea vuoden keskiarvosta, esimerkiksi Ruotsin mallin mukaisesti – tai vielä paremmin, kaikkien päivien keskiarvosta. Toisin kuin Norjan mallissa, RRA-vähennys ei kohdistu suoraan osinkoveron vähennykseen, vaan kasvattaa hankintamenoa.

Mallissa luovutusvoitot osakesäästötilin sisällä ovat verovapaita. Myös osingot osakesäästötilin sisällä ovat verovapaita, jo aiemmassa mallissa käsitellyistä syistä johtuen. Kuitenkin, tässä mallissa osinkojen veronalaisuus voisi tulla helpommin kyseeseen, sillä osingot joista olisi maksettu vero, kasvattaisivat osakesäästötilinhaltijan hankintamenoa ja siten RRA-vähennys olisi suurempi. RRA-vähennyksen sijasta, voitaisiin puhua täten myös hankintamenoa kasvattavasta RRA-lisäyksestä. Näin ollen, *ex-dividend date* kaupat epäneutraaliuuden eli luovutusvoittojen verottomuuden ja osinkojen veronalaisuuden vuoksi - olisivat vähemmän kannattavia, kuin ensimmäisessä ehdotuksessa osakesäästötilin malliksi. Tällöin osinkojen mahdollistaman verotulojen voi myös olettaa olevan suurempi, kuin ensimmäisessä mallissa - mikäli osinkoja päädyttäisiin osakesäästötilin sisällä verottamaan.

Mallissani on RRA-vähennyksen lisäksi myös kolmen sadan euron vuosittainen huojennus. Kolmen sadan euron vuosittainen huojennus kasvattaisi osakesäästötilin hankintamenoa joka vuosi vähintään kolmella sadalla eurolla. Tämä säännös vastaisi nyt pörssin ulkopuolella käytössä olevan pienten myyntivoittojen verovapautta, jonka veroetu käyttäjälleen puhdasta voittoa nostettaessa on juuri kolme sataa euroa. Pienten myyntivoittojen verovapaudesta koskien arvopapereita - voitaisiinkin osakesäästötilin ulkopuolella luopua. Hankintamenoa kasvattavien RRA-vähennyksen ja kolmen sadan euron huojennuksen johdosta - osakesäästötili tulisikin nähdä eräänlaisena kansalaisoikeutena. Tällöin olisi tärkeää, että sellainen tulisi avata kaikkien käyttöön heidän syntyessään, tai pysyvästi Suomessa asuessaan. Tällöin osakesäästötili kasvattaisi hankintamenoa jo ilman hankintamenon RRA-lisäystä 300

euroa vuodessa. Tällöin 18 vuotta täyttäneellä - ei osakeomistuksia hankkineella, olisi kertynyttä hankintamenoa tilillään yli 3 600 euroa. Käytännössä tämän hankintamenon arvo omistajalleen on $3600 \cdot \text{pääomavero}$, eli nykyisen kaltaisen pääomaveron vallitessa 1080 euroa. Tämänkaltaisen hankintameno kannustaa kaikkia viimeistään täysi-ikäisyyden saavuttaessaan hankkimaan osakesäästötilille omistuksia. Jos asiaa haluaisi ajatella pidemmälle, käyttämättä olevaa hankintamenoa voitaisiin myös hyödyntää yksityishenkilöiden kohdatessa kriisejä osana tarveharkintaista sosiaaliturvaa. Käyttämättä olevaa hankintamenoa vastaan, voitaisiin riittävien ehtojen täytyessä esimerkiksi myöntää määräaikaaisesti korkeampaa työttömyyspäivärahaa tai varoja pieniin investointeihin yritystoiminnan aloittamiseksi. Lisäksi kiinteä huojennus kohtelee kaikkia samalla tavalla. Tällä hetkellä tuhannen euron pienten myyntivoittojen verovapaus käytännössä palvelee ainoastaan tällä hetkellä jo sijoittavia, ja ainoastaan sellaisia sijoittajia joiden ei tarvitse toteuttaa vuosittain ainoastaan alle tuhannen euron luovutuksia. Huojennus voisi olla myös suurempi.

Mallin etuna voidaan nähdä aiemman mallin mukaisesti kaikki ensimmäisen mallin yhteydessä luetellut edut. Lisäksi mallin etuna ensimmäiseen verrattuna on se, että malli huomioi normaalituoton ja poistaa näin suuremman osan sijoittajan kohtaamasta ongelmasta liittyen inflaatioon. Lisäksi toisinkuin ensimmäinen malli, mikäli osakesäästötili ymmärretään kansalaisoikeutena – tulee se hyödyttämään kaikkia täysi-ikäisyyden saavuttavia. Malli voidaankin nähdä tasa-arvoisempana kuin ensimmäinen malli. Mikäli osakesäästötilille maksettavia osinkoja päädytään verottamaan, tässä mallissa osinkojen välttäminen on sijoittajalle vähemmän kannattavaa. Tästä johtuen, toisen mallin mukainen osinkotulojen verokertymä olisi suurella todennäköisyydellä ensimmäistä mallia suurempia.

Mallin kysymyksinä voidaan jälleen nähdä fiskaaliset kysymykset, jotka liittyvät tiivistä myös ensimmäisen mallin kysymyksiin. Mikäli toinen malli asetettaisiin kaikkien saatavilla syntymän tai kansalaisuuden tai muun perusteen johdosta – syntyisi myös tarve järjestää osakesäästötili niin, että se olisi järkevimmin perustettu. Yksi vaihtoehto olisi perustaa Verohallinnon päähän ”osakesäästötili”, johon palveluntarjoajat ilmoittaisivat tarvittavat asiakkaidensa tiedot talletuksista ja osakesäästötililtä tehdyistä nostoista. Tällöin useampien palveluntarjoajien käyttäminen olisi helposti mahdollista, ja verotuksellisesti voitaisiin silti

seurata osakesäästötilien kokonaiskehitystä. Riskinä kuitenkin olisi, että veroja jäisi pidättämättä, kuten nytkin on luovutusvoittoja koskien asiaa laita.

4.6 Osakesäästötili veroteorian näkökulmasta

Yhteenvedona esitellyistä osakesäästötileistä on hyvä tarkastaa, miten osakesäästötilit suoriutuvat veroteorian näkökulmasta. Käsittelen tässä kappaleessa osakesäästötiliä kappaleessa 5.1. viimeiseksi esiteltyjen näkökulmien kautta.

Verojärjestelmän tehokkuutta voidaan arvioida muun muassa siten, kuinka paljon verojen kerääminen vaatii veroviranomaisilta ja toisaalta kuinka paljon veronmaksajilta. Osakesäästötilin myötä verojen keräämisen hallinnolliset kulut olisivat todennäköisesti enintään samansuuruiset verrattuna nykyiseen käytäntöön. Osakesäästötilin myötä voitaisiin luopua muun muassa: FIFO-periaatteesta, hankintameno-olettamasta ja näihin tarvittavista erittelyistä. Verotus todennäköisesti tapahtuisi kuten nytkin, eli palveluntarjoajat ilmoittavat tarvittavat tiedot verottajalle, ja veronmaksaja täydentää näitä tietoja – mikäli tiedot ovat puutteellisia hänen veroilmoituksessaan.

Yksinkertaisuus verojärjestelmässä. Osakesäästötili lisäisi pääomatulojen yksinkertaisuutta ja ymmärrettävyyttä. Tilinhaltijan tulee olla perillä omasta osakesäästötilin hankintahinnastaan, kun nyt perillä on oltava kaikkien eri ostoerien hankintahinnoista. Myös mikäli osingot on vapautettu välittömästi verosta, ja verotetaan osakesäästötililtä nostoja tehtäessä luovutusvoittojen muodossa – voi verotuksen osakesäästötilin myötä nähdä tältäkin osin muuttuvan yksinkertaisemmaksi.

Symmetrisyys toteutuu osakesäästötilillä siten, että koska luovutusvoitot tilin sisällä ovat vapautettu välittömästi verosta, on mahdolliset luovutustappiot myös vähennyskelvottomia. Osakesäästötililtä nostettaessa varoja, jotka ylittävät hankintamenon, verotetaan kulloisenkin voimassaolevan pääomatuloveroprosentin mukaisesti. Tämän vuoksi myös mahdolliset lopulliset tappiot olisivat verovähennyskelpoisia, kun osakesäästötili suljetaan. Jotta verovähennysoikeuden *väärinkäyttö* eli tilien sulkeminen ja avaaminen pystyttäisiin kitkemään, voidaan vähennysoikeutta rajoittaa koskemaan esimerkiksi kuolinpesiä tai maasta pysyvästi pois muuttavia, tai muita henkilöitä joiden osakesäästötilin käyttäminen jatkossa estyy jostakin muusta pätevistä syistä.

Neutraaliuus osakesäästötilin myötä paranee kahta kautta. Ensinnäkin suoraan osakkeisiin sijoittavat saatetaan neutraalimpaan asemaan, suhteessa sijoitusrahastojen tai kapitalisaatiosopimusten kautta sijoittavien kesken. Toiseksi, mikäli osakesäästötilin sisäiset osingot vapautetaan välittömästä verotuksesta, ja verotetaan osana luovutusvoittoja myöhemmin – osakesijoittajan sijoituksen kohteenvalinnasta tehdään neutraalia, koska luovutusvoitot ja osingot verotetaan samaan tapaan. Toisaalta, osakesäästötili ei lisää neutraaliuutta kaikkien eri pääomatulojen kesken, kuten nytkin asian laita. Neutraalisti eri sijoitusinstrumentteja kohteleva verotus mahdollistaa sen, ettei verotuksella ole ohjaavaa vaikutusta sallittujen sijoitusinstrumenttien kesken. Näin ollen, varoja ei allokoitu verojärjestelmän ohjausmekanismin vuoksi ainakaan niin paljoa kohteisiin, jotka ovat sijoittajalle veronäkökulmasta aiemmin mahdollisesti olleet houkuttelevimpia. Näin ollen voidaan todeta, että osakesäästötilin myötä varallisuuden allokointi pörssin sisällä on laajemmin markkinatoimijoiden päätäntävällässä. Näin pienennetään yhteiskunnan kohtaamaa tappiota varojen epätehokkaasta allokoitumisesta.

Ennustettavuus, johdonmukaisuus osakesäästötilissä toteutuu, mikäli järjestelmän mahdollisen käyttöönoton jälkeen – fundamentaalisia verotuksen periaatteita ei sen sisällä muuteta. Esittelemissäni malleissa liikkuvia osia verotuksellisesti on lähinnä pääomatulovero ja toisen mallin RRA-vähennykseksi valittava korko. Ruotsin mallissa korkoon on sovittu aina lisättäväksi yksi prosenttiyksikkö. Tämän voi nähdä kasvattavan riskiä yllättäviin veronkorotuksiin, sillä yksikköä nostamalla verotus kiristyy. Ruotsi mallissa, verotukseen valittava korko toki kerrotaan pääomatuloverokannalla, jolloin se pienenee. Ruotsin mallissa yllättävä korotus voisi olla erityisen hankala, mikäli luovutuksia verotettaisiin – sillä vero kohdistuu koko sijoitettuun pääomaan. Nyt ruotsalaisella sijoitussäästötilin käyttäjällä on takaporttina myydä omistuksensa, mikäli verotus yllättävästi kiristyy. Norjan mallissa tuotot tulevat kerrotuksi RRA-vähennyksen jälkeen kertoimella 1,33 ennen pääomatuloveroa. Tällöin pääomatuloveroprosentti arvopapereiden tuotoille todellisuudessa on 23 % pääomatuloveroa korkeampi 30,6 %. Nähdäkseni ennustettavuus ja johdonmukaisuus toteutuvat melko hyvin työssä ehdotettujen osakesäästötilien myötä. Ennustettavuutta kuitenkin parantaisi myös se, että osakesäästötilistä saataisiin tehtyä parlamentaarinen päätös johon useimmat puolueet voivat sitoutua.

Oikeudenmukaisuus osakesäästötilin myötä toteutuu sillä tapaa, että suoraan osakkeisiin sijoittavat asetetaan samaan tai parempaan asemaan kasvurahastojen tai kapitalisaatiosopimusten kautta sijoittavien kesken. Kapitalisaatiosopimusten myötä saavutettava verotuksen lykkääntyminen ja sijoituskohteiden itse valitseminen myös mahdollistuu kaikille. Toisaalta osakesäästötilin oikeudenmukaisuutta voidaan kritisoida muutamasta näkökulmasta. Ensimmäiseksi kyseeseen tulee tulonjaon näkökulma. Toiseksi, mikäli osakesäästötili toteutetaan kuten Ruotsissa, eli siten ettei osakesäästötilille voi siirtää jo omistuksessa olevia arvo-osuuksia, voidaan osakesäästötilin nähdä suosivan osaa sijoittajista. Tällöin voidaan argumentoida, että suositaan henkilöitä joilla ei ole suuria omistuksia. Sellaiset henkilöt keillä jo nyt on paljon omistuksia ja paljon realisoimatonta tuottoa, joutuvat maksamaan luovutusvoittoveroa, mikäli haluavat siirtää nykyisiä omistuksiaan osakesäästötilille. Lisäksi osakesäästötiliä voidaan lähestyä verojärjestelmän näkökulmasta. Tällöin ratkaistavaksi tulee muun muassa inflaatio, lukittautuminen ja likviditeetti.

Ehdottamani toinen osakesäästötilin malli huomioi inflaatiota, jättämällä normaalituoton verottamatta RRA-vähennyksen myötä. Ensimmäinen malli ei tätä tee. Kummankin osakesäästötilin myötä tilin sisällä ei enää käytettäisi hankintameno-olettamaa, jolloin tämä inflaatiota huomioiva komponentti poistuu. Osakesäästötilin sisällä pörssin sisäinen lukittautumisefekti poistuu. Lukittautumisefekti kuitenkin säilyy siltä osin, kun osakesäästötililtä on nostettu sijoitettu pääoma hankintamenoon asti. Tällöin jäljellä oleva pääoma osakesäästötilillä on tuottoa, ja tulee verotetuksi pääomatuloveron mukaan. Näin ollen, tällaisessa tilanteessa voi syntyä lukittautumisefektiä, mutta se kohdistuu laajemmalle koko pörssiin – eikä esimerkiksi tiettyyn osakkeeseen kuten tällä hetkellä. Osakesäästötilin käyttöönoton myötä veroa maksetaan, kun nostot ylittävät hankintamenon, eli sijoitetun pääoman. Tällöin likviditeetti ei ole suuri ongelma, sillä veroseuraamus syntyy samalla kun osakesäästötilinhaltija realisoi tuottojaan.

4.7 Osakesäästötilin mahdollisista vaikutuksista

Valtion talousarvioesityksen mukaan vuoden 2018 osalta pääomatuloverojen ennustetaan kerryttävän yhteensä 3206 miljoonaa euroa. Samalla progressiivisen tuloveron ennustetaan kerryttävän 5655 euroa, ja yleisradioveron 484 miljoonaa euroa. Rajoitetusti verovelvollisten uskotaan maksavan lähdeveroa 290 miljoonaa euroa. Korkotulojen lähdeveron oletetaan

tuottavan 72 miljoonaa euroa. Korkotulojen lähdeveroa kannetaan talletuksista ja joukkovelkakirjalainoille maksetuista koroista perustuen lähdeverosta annettuun lakiin. Talousarvioesityksen mukaan kotitalouksien talletukset rahalaitoksissa vuoden 2016 lopussa olivat noin 80 miljardia euroa keskikoron ollessa noin 0,23%.²³⁸

Pääomatulojen ennustetaan kasvavan 3,7 % vuodesta 2017 vuoteen 2018. Ennustettu pääomatulojen kokonaismäärä on 12 790 miljoonaa euroa, josta luovutusvoitot muodostaisivat 5286 miljoonaa euroa, ja osinkotulot 3838 miljoonaa euroa.²³⁹ Näin ollen pääomatuloista 3676 miljoonaa euroa on jotain muuta kuin osinko- tai luovutusvoittojen myötä syntyvää tuloa. Tämä osuus pääomatuloista voi olla esimerkiksi metsätalouden pääomatuloa, tai henkilöyhtiöiden tulo-osuuden pääomatulo-osuutta, vuokratuloa tai eräitä muita pääomatulon lajeja.

Yksinkertaistettuna ja muiden asioiden pysyessä ennallaan, osakesäästötili voi vaikuttaa osinkotuloihin (3838 miljoonaa euroa) sekä luovutusvoittoihin (5286 miljoonaa euroa). Yhteensä arvioitu summa on 9119 miljoonaa euroa, mikäli tätä summaa verotettaisiin korkeimmalla pääomatuloveron kannalla 34 prosentilla, kertyisi veroa 3100 miljoonaa – eli lähes arvioidun 3206 miljoonaa euroa. On kuitenkin selvää, että vuokratuotto, metsätalouden pääomatulo ym. muodostavat osan pääomatulosta, vastaavasti osa pääomatulosta on verovapaata tuloa saajalleen.

Tilastokeskuksen mukaan pääomatuloa saaneita oli vuonna 2016 hieman yli 2,5 miljoonaa suomalaista. Pääomatulojen määrä vuonna 2016 oli yhteensä 8842 miljoonaa euroa, josta osinkojen bruttomäärä oli 3735 miljoonaa. Listatuista yhtiöistä saatujen osinkojen bruttomäärä oli 1440 miljoonaa euroa, kun muista kun listatuista yhtiöistä saatujen osinkojen bruttomäärä oli 2294 miljoonaa euroa. Listatuista yhtiöistä saatujen osinkojen veronalainen määrä vuonna 2016 oli 988 miljoonaa euroa, kun muista kun listatuista yhtiöistä saatujen osinkojen veronalainen määrä oli 828 miljoonaa euroa. Ulkomailta saatujen osinkojen veronalainen määrä oli 229 miljoonaa euroa ja sijoitusrahasto-osuuksien tuotto noin 23 miljoonaa euroa. Luovutusvoittojen määrä vuonna 2016 oli 3468 miljoonaa euroa.²⁴⁰

²³⁸ Valtiovarainministeriö (2018a)

²³⁹ Valtiovarainministeriö (2018a)

²⁴⁰ Tilastokeskus (2017) s.13

Tilastokeskuksen pääomatulojen osuus on huomattavasti alempi kuin vuodeksi 2018 valtion talousarvioesityksessä ennustettu, kuitenkin tilastokeskuksen statistiikka antaa tarkempaa kuvaa siitä, minne eri luokkiin pääomatulot jakautuvat. Olennainen huomio voi olla ainakin brutto-osinkojen jakautuminen – listattujen yhtiöiden osuuden ollessa 38,6%, ja listaamattomien 61,4%. Vaikka Tilastokeskuksen statistiikan mukaan listattujen osinkojen bruttomäärä oli 800 miljoonaa euroa listaamattomien osinkojen bruttomäärää alempi – oli veronalainen osinkojen määrä listatuissa osingoissa 988 miljoonaa euroa verrattuna listaamattomien 828 miljoonaan euroon. Eroa selittää listaamattomien yhtiöiden verotus.

Listaamattomasta yrityksestä jaetuista osingoista osa on verotonta. Mikäli jaettu osinko on enintään 150 000 osingonsaajaa kohdin ja jää alle 8% yrityksen matemaattisesta arvosta, on jaetusta osingosta 75 % verotonta tuloa ja 25 % veronalaista pääomatuloa. Mikäli osingonjako ylittää matemaattisen 8% rajan, tai osingonsaajaa kohden 150 000 euron raja ylittyy, sovelletaan osingon verovapauden suhteen paljon tiukempia rajoja. Matemaattisen 8 % arvon ylittyessä pääomatulojen sijasta, veronalaista osuutta verotetaan ansiotulojen mukaan. Tarkemmin listaamattomien yhtiöiden osingoista ja matemaattisen arvon laskemisesta voi lukea esimerkiksi verohallinnon ohjeesta 'Osingot listaamattomasta yhtiöstä'.²⁴¹

Toinen mielenkiintoisin ja työlle relevantin informaatio on luovutusvoittojen osuus 3468 miljoonaa euroa, joka itsessään ylittää yli kolme kertaa listatuista saatujen osinkojen veronalaisen määrän 988 miljoonaa euroa. Yhteen laskettuna veronalaisten listattujen yhtiöiden jakamien osinkojen ja luovutusvoittojen määrä on 4456 miljoonaa euroa, osinkojen osuus tästä summasta on noin 22,2%, ja luovutusvoittojen 77,8%.

Perintö- että lahjaveron yhdessä oletetaan tuottavan vuonna 2018 yhteensä 720 miljoonaa euroa. Merkittävin perintö- ja lahjaverotukseen kohdistuva verotuki on sukupolvenvaihdoshuojennus, jonka suuruudeksi vuonna 2018 on arvioitu noin 141 miljoonaa euroa. Verotuista oman asunnon myyntivoiton verovapaus aiheuttaa arvion mukaan noin 1300 miljoonan euron verokertymän vajauksen.²⁴² Yhteenvetona oleellisimpia numeroita vaikutuksien perusteellisempaan tutkimiseen on arvio luovutusvoitoista, sekä listattujen

²⁴¹ Verohallinto (2018b)

²⁴² Valtiovarainministeriö (2018a)

yhtiöiden jakamien osinkojen osuus. Luovutusvoitot sisältänevät myös muita kuin pörssinoteerattujen tuotteiden luovutusvoittoja, joten kokonaisuudeltaan osakesäästötili ei tulisi vaikuttamaan Valtion talousarvioesityksen vuoden 2018 ennusteen mukaiseen 5286 miljoonaan euroon. Jos tilastokeskuksen vuoden 2016 statistiikka osinkojen jakautumisesta listattujen listaamattomien yhtiöiden kesken pitäisi yhä paikkansa, valtiotalousarvioesityksen 3838 miljoonasta eurosta 38,6 %, eli 1412 miljoonaa tulisi jaetuksi listattujen yhtiöiden kautta.

Yhtä kaikki, tarkemmat vaikutusarvioinnit on syytä tehdä sellaisten, joilla on käytettävissään tietotaito sekä paras, että tuorein tieto. Lisäksi mekaaninen välittömien vaikutusten arviointi riippuu mahdollisesti valittavasta osakesäästötilin mallista. Mikäli siirtymä tehtäisiin kuten Ruotsissa, jossa sijoitustilille ei saa siirtää nykyisiä omistuksia ilman luovutusta, on vaikutukset odotettavasti olennaisesti pienemmät. Mahdollista on myös, että osakeluovutukset tuottaisivat normaalia enemmän alkuvaiheessa, mikäli sijoittajat realisoisivat suuria määriä omistuksiaan siirtääkseen pääomansa osakesäästötilin kautta sijoitettavaksi.

Mikäli taas valittaisiin Norjan vaihtoehto siirtymään ja nykyiset omistukset saisi siirtää siirtymäajan puitteissa aiemmin hankintamenoin, olisi muutokset oletettavasti suurempia, ja siirtymä osakesäästötileille nopea. On hyvä myös muistaa, että tässä työssä esitellyn simuloinnin suora luovutusvoittoon liittyvä verokertymä oli Suomea suurempi Norjassa, että Virossa eli niissä maissa, joissa myös omistuksen hankintahinta kasvoi ja sijoittaja realisoi lopullisen tuoton simulaation kuudennen vuoden ensimmäisenä päivänä. Simulointi toteutettiin ainoastaan 5 vuoden ajanjaksolle. Lisäksi on muistettava, että Suomessa on käytössä perintövero, toisinkuin esimerkiksi Norjassa tai Ruotsissa. Tällöin osakesäästötililläkin suuremmaksi kasvava omaisuus tulee verotetuksi perintöä jaettaessa. Lisäksi on hyvä muistaa, että kaikilla tai lähes kaikilla veromuutoksilla on vaikutusta taloudellisten toimijoiden käytökseen, ja siten esimerkiksi heidän varojensa allokointiin eri sijoituskohteiden välillä.

4.8 Kommentti eri sijoitusmuotoja tutkineen työryhmän raporttiin

Valtiovarainministeri Petteri Orpo asetti työryhmän tutkimaan eri sijoitusmuotojen verokohtelua. Työryhmäraportti on osa valtiovarainministeriön julkaisuja ja se julkistettiin 4.5.2018. Työryhmä selvitti erisijoitusmuotojen verokohtelua. Selvityksen alla oli muun muassa sijoitusrahastot, kapitalisaatiosopimukset sekä säästö- että sijoitusvakuutukset.

Kommentoin työtä siltä osin kuin se on relevanteinta huomioiden työni rajaukset. Työryhmä arvioi raportissaan kolmea eri sijoitussäästötiliä, jotka eroavat omista ehdotuksistani. Lähtökohta työryhmän malleille näyttää olevan paitsi muiden maiden hyvät käytännöt, myös veroneutraliteetin lisääminen huomioiden työryhmän kiristykset kapitalisaatiosopimusten verotuksessa.

Ensimmäinen vaihtoehto oli *Laskennallisen tuoton verottamiseen pohjautuva malli*²⁴³. Tässä mallissa verotus toteutettaisiin ennalta määritellyn kaavan mukaisesti. Malli vastaisi melko tarkkaan Ruotsissa käytössä olevaa sijoitussäästötiliä, jota on tarkasteltu tässä työssä aiemmin kappaleessa 5. Työryhmä ei suosittele tämänkaltaisen mallin käyttöönottoa Suomeen. Syinä on muun muassa se, että muiden sijoitusmuotojen verotus tulisi neutraaliuus näkökulmasta toteuttaa myös sijoitussäästötiliä vastaavan kaavamaisen verotuksen myötä, ja tämän toteuttaminen olisi, jos ei mahdotonta, niin ainakin hankalaa.

Toinen vaihtoehto sisältäisi sijoitussäästötilin sisällä verovapaat osingot, luovutusvoitot ja muut tulot. Tuottoa verotettaisiin tililtä varoja nostettaessa ja tappioiden vähennyskelpoisuus huomioitaisiin nostojen yhteydessä.²⁴⁴ Työryhmän lähtökohta mallin rakentamiseen on ollut sijoitusrahastot. Tässä mallissa veronalaiseksi pääomatuloksi laskettaisiin noston suhteellinen osa pääomasta sekä tilin tuotosta. Käytännössä jokainen tililtä tehtävä nosto aiheuttaisi veroseuraamuksia. Mikäli tilin tuotto olisi positiivinen tulisi maksettavaksi pääomavero, mikäli tuotto olisi taas negatiivinen - syntyisi noston yhteydessä vähennyskelpoista luovutustappiota. Työryhmän esimerkki havainnollistaa verotuksen hyvin: Sijoitettu pääoma on 10 000 euroa, sijoitusten arvo tililtä nostettaessa 15 000 euroa. Sijoittaja tekee 1000 euron noston, jolloin tuotoksi muodostuu $5000 / 15\,000 \times 1000$ euroa = 333 euroa. Tällöin pääomanpalautusta salkusta on noston ja tuoton erotus $1000 - 333,33 = 666,67$ euroa. Pääomaveroa nostosta maksettaisiin $30\% \times 333 = 99,99$ euroa. Tilille jäljelle jäävä sijoitettu summa, eli hankintamenoa vastaava summa - taas olisi alkuperäisen sijoitetun summan ja nostetun pääoman erotus, eli $10\,000 - 666,67 = 9333,33$ euroa.

²⁴³ Valtiovarainministeriö (2018b) s. 193

²⁴⁴ Valtiovarainministeriö (2018b) s. 195

Mallissa luovuttaisiin FIFO-periaatteesta. Työryhmä mainitsee myös selvittäneensä olisiko malliin mahdollista soveltaa hankintameno-olettamaa, mutta toteaa sen käytännössä olevan todennäköisesti liian hankalaa. Työryhmä nostaa esiin myös ongelman rajat ylittävien osinkojen osalta. Sijoitussäästötilille maksettujen ulkomaalaisten osinkojen lähdevero jäisi hyvittämättä. Tällöin sijoitussäästötilin käyttäjä olisi epäedullisemmassa asemassa suhteessa suoraan sijoitussäästötilin ulkopuolella ulkomaalaisiin osakkeisiin sijoittaviin nähden.

Työryhmä kirjoittaa, että EU-oikeudesta johtuen sijoitussäästötilin tulisi olla myös rajoitetusti verovelvollisten saatavilla²⁴⁵. Työryhmän mukaan tämä ongelma voisi syntyä, mikäli suomalaisten yhtiöiden maksamista osingoista perittäisiin rajoitetusti verovelvollisilta verosopimukseen perustuva lähdevero, ja suomalaiset sijoitussäästötilin käyttäjät vapautettaisiin osinkoverosta. Tämän näkemyksen mukaan, tällöin tultaisiin kohdelleeksi eri tavalla suomalaisia ja ulkomaalaisia sijoittajia, joka olisi EU-oikeuden vastaista. Tästä johtuen, työryhmä näkee, että osingot tulisivat verottaa sijoitussäästötili käyttöönotettaessa kuten nyt - muutoin rajoitetusti verovelvollisten Suomeen maksamia lähdeverotuloja voitaisiin menettää.

Kolmannessa mallissa osingot ja niitä vastaavat tuotot jäävät verotettavaksi sijoitussäästötilin ulkopuolelle kuten tällä hetkellä, muutoin tuottoa verotettaisiin kuin mallissa kaksi. Lisäksi tappioiden vähennysoikeutta rajattaisiin sallittavaksi ainoastaan tilin lopettamisen yhteyteen.²⁴⁶ Työryhmä esittää, että mikäli sijoitussäästötiliä halutaan Suomessa edistää, tulisi keskusteluiden pohjaksi valita malli 3. Tällöin kansainväliset tilanteet eivät olisi ristiriidassa EU-oikeuden kanssa.²⁴⁷

Työryhmä esittää myös, että kapitalisaatiosopimusten tuloverotuksessa tulisi noudattaa samaa verokohtelua kuin säästöhenkivakuutuksissa. Tällöin kapitalisaatiosopimusten tuottojen suhteellinen osa, tulisi verottaa aina sopimuksesta varoja nostettaessa.²⁴⁸ Mikäli kapitalisaatiosopimusten verotusta tullaan muuttaneeksi työryhmän ehdotusten mukaisesti, lähenee eri sijoitusmuotojen verokohtelun neutraliteetti. Tällöin kapitalisaatiosopimukset asettuvat verotuksellisesti lähelle kasvuosuuksien mukaan toimivia sijoitusrahastoja. Jos myös

²⁴⁵ Valtiovarainministeriö (2018b) s. 196

²⁴⁶ Valtiovarainministeriö (2018b) s. 197

²⁴⁷ Valtiovarainministeriö (2018b) s.211

²⁴⁸ Valtiovarainministeriö (2018b) s. 143

työryhmän ehdotuksista sijoitussäästötiliksi malli 2 tai malli 3 tulee valituksi, lähenee kapitalisaatiosopimusten, sijoitusrahastojen ja sijoitussäästötilin verokohtelu toisiaan. Tällöin eri sijoitusmuotojen verotuksellinen kohtelu on neutraalimpaa, ja siten veroteorian mukaisesti vaikuttamassa vähemmän sijoittajan päätöksiin.

Työryhmä huomauttaa arvokkaasti, että mahdollisissa pysyvän maastamuuton tilanteista patoutunut tuotto voi jäädä verottamatta kokonaan, sillä verosopimukset yleensä antavat myyntivoittojen ja arvonnousujen verotuksen ainoastaan verovelvollisen asuinvaltiolle. Mikäli uuden asuinvaltion verolainsäädäntö ei tunnista osakesäästötiliä, voi tuotto jäädä kokonaan verottamatta.²⁴⁹ Tätä ongelmaa on hyvä tarkastella jatkossa, ennen osakesäästötilin käyttöönottoa. Pidän myös hyvänä työryhmän näkemystä, että osakesäästötilin fiskaalisia vaikutuksia ja EU-oikeuden mahdollisia rajoituksia on syytä jatkossa arvioida lisää.

Peilaten omia ehdotuksiani työryhmän raporttiin ajattelen, että mikäli lähdeverotuloista halutaan pitää kiinni, on järkevämpi tapa rakentaa osakesäästötili tässä työssä esitetyn mallin 2 mukaisesti, osingot kaikilta verottaen. Osakesäästötili ei näin tule syrjineeksi rajoitetusti verovelvollisia. Mainittava kuitenkin on, että mikäli osinkoja päädytään verottamaan, syntyy sijoittajille kannustin muuntaa tuloa osingoista arvonnousuksi, ja myöhemmin luovutusvoitoiksi.

Työryhmän esittämä malli jossa luovutusvoittoon perustuva realisoituu aina kun tililtä nostetaan varoja - mikäli sijoitettu pääoma on kasvattanut arvoaan - on sijoittajalle usein epäedullisempi ratkaisu kuin ehdottamani mallit, joissa verotus toteutetaan hankintamenon ylittävältä osuudelta. Se, että vero realisoituu aina - voi olla jopa epäedullisempaa kuin verotus nyt, ja siten olla omiaan vähentämään osakesäästötiliin kohdistuvaa mielenkiintoa. Ns. osta ja pidä -strategialle työryhmän ehdottama malli tuo hyvin vähän, sillä muun muassa hankintameno-olettama poistuisi.

Työryhmän esittämän mallin verotus olettavasti aiheuttaisi pienempiä fiskaalisia ongelmia, sillä verotus tapahtuisi aina tililtä tuottoja nostettaessa. Työryhmän ehdotus kapitalisaatiosopimusten verotuksen muuttamisesta varoja nostettaessa lisäisi eri

²⁴⁹ Valtiovarainministeriö (2018b) s. 212

sijoitusmuotojen neutraliteettia. Eri sijoitusmuotojen neutraliteetin lisääntyminen toteutuisi myös esittämissäni malleissa. Neutraalius toteutuisi kapitalisaatiosopimusten verotuksen pysyessä ennallaan, sillä malleissani sijoitusrahasto-osuuksien hankkiminen osakesäästötilille olisi sallittua.

Ehdottamani mallit mukailevat Viron ja Norjan malleja, jossa veroa maksetaan, kun nostot ylittävät hankintamenon. Työryhmän mallin verotus on myös monimutkaisempi, ja voi olla osalle sijoittajista hankalaa laskea. Työryhmän malli soveltuu hyvin paljon osakkeilla kauppaa käyville sijoittajille, jotka pyrkivät markkinaa korkeampiin tuottoihin vaihtamalla usein sijoituskohdetta tai tekemällä useilla edestakaisia kauppvoja. Lisäksi mikäli kapitalisaatiosopimusten verotus pysyisi ennallaan, työryhmän esittelemä malli kohtelisi edelleen osakkeisiin läpinäkyvimmin sijoittavia huonommin.

4.9 Lopuksi

Jatkotutkimuksena voisi olla mielekästä tutkia tarkemmin osakesäästötilin vaikutuksia. Hyvä tutkimuskohde olisi myös osinkoverokertymän mahdolliset muutokset Norjassa, joka on päättänyt verottamaan osakesäästötilin sisällä osinkoja kuten ilman tiliä.

Tutkielman tekeminen ole mielekästä aiheen ajankohtaisuuden ja mielenkiintoisuuden vuoksi. Kiitän kaikkia minua tutkielman tekemisessä auttaneita. Erityisesti haluan kiittää työni ohjaajaa apulaisprofessori Tomi Viitalaa, joka kärsivällisesti jaksoi vastata kysymyksiini ja oikaista minun ajatuskatkoksiani. Työssä mahdollisesti esiintyvistä virheistä vastaan täysin minä itse.

Helsingissä,

20. toukokuuta 2018

Tatu Manninen

Lähteet

Kirjallisuus

Artto, Eero - Koskela, Markku – Leppiniemi, Jarmo – Virtanen, Kalervo: Yrityksen laskentatoimi. KY-Palvelu Oy, Keuruu. 1994. s.106. (Artto – et al. 1994)

Blomqvist, Aki – Malmivaara, Tero: Osakeyhtiön varojenjako ja verotus. E-kirja. Talentum. 2016. (Blomqvist ja Malmivaara 2016)

Bodie, Zvi – Kane, Alex – Marcus, J. Alan: Investments. 9. Edition. MrGraw-Hill Irwin. 2011. (Bodie et al. 2011)

Damodaran Aswath: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2. Edition. John Wiley & Sons, Inc. 2002. (Damodaran 2012)

Eerola, Essi: Luovutusvoittoverotus – taloudellisia näkökohtia ja maiden välistä vertailua. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus Muistiot 44. 02/2015. (Eerola 2015)

Eskola, Jari – Suoranta, Juha: Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Vastapaino, 1998. (Eskola ja Suoranta 1998)

Helminen, Marjaana: Kansainvälinen verotus. Talentum Pro. Helsinki, 2016. (Helminen 2016)

Hirsijärvi, Sirkka – Remes, Pirkko – Sajavaara, Paula: Tutki ja kirjoita. Gummerus Kirjapaino, Jyväskylä 2004. (Hirsijärvi – et al. 2004)

Ikäheimo, Seppo – Malmi, Teemu – Walden, Risto: Yrityksen laskentatoimi. Sanoma Pro Oy, Helsinki 2012. (Ikäheimo – et al. 2012)

Juusela, Janne: Osinkojen ja osakeluovutusten verotus. Talentum, Helsinki 2004. (Juusela 2004)

Kangasharju, Helena – Majapuro, Marketta: Tutkimusraportin kirjoittaminen. Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisuja, Helsinki 2005. (Kangasharju ja Majapuro 2005)

Kari, Seppo: Corporate tax in an international environment – Problems and possible remedies. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus. Working papers 62. 03/2015. (Kari 2015)

Kari, Seppo – Karikallio, Hanna – Pirttilä, Jukka: The impact of dividend taxation on dividends and investment: New evidence based on a natural experiment. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus. Working papers 9. 08/2009. (Kari – et al. 2009)

Kari, Seppo – Ropponen, Olli: Yritysverotuksen vaikutus rahoitus- ja investointikannusteisiin. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus. Muistiot 54. 08/2016. (Kari ja Ropponen 2016a)

Kari, Seppo – Ropponen, Olli: A Note on The Effects of Income-Splitting under Dual Income Tax. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus. Working papers 81. 10/2016. (Kari ja Ropponen 2016b)

Keown, J. Arthur – Martin, D. John – Petty, J. William: Foundations of Finance. Pearson, Prentice Hall. 2008. (Keown et al. 2008)

Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssi-yhtiössä. Oy Edita Ab. Helsinki, 1999. (Kaisanlahti 1999)

Kiviniemi, Kari: Ikkunoita tutkimusmetodeihin. PS-Kustannus. 2. painos. 2007. (Kiviniemi 2007)

Kukkonen, Matti: Capital gains taxation and realization behaviour: evidence from Finnish panel data. Acta Universitatis oeconomicae Helsingiensis A 168. Helsinki: Helsinki School of Economics and Business Administration. 2000. (Kukkonen 2000)

Kukkonen, Matti - Walden, Risto: Elinkeinoverolaki käytännössä. WSOYpro. 2009.

Lindström, Kim – Lindström, Tom: Onnistu osakemarkkinoilla, 2. painos. Talentum. Helsinki 2015. (Lindström ja Lindström 2015)

Malkiel, Burton G.: A Random Walk Down Wall Street. Suom. Jussi Rosti. Talentum Media Oy. (Malkiel 2007)

Messere, Ken – de Kam, Flip – Heady, Christopher: Tax Policy: Theory and Practice in OECD Countries. Oxford University Press. 1. Painos. 1998. (Messere – et al. 2015)

Myrsky, Matti – Linnakangas, Esko: Elinkeinotulon verotus, Talentum. Helsinki 2010. (Myrsky ja Linnakangas 2010)

Myrsky, Matti – Rabinä, Timo: Henkilökohtaisen tulon verotus. E-kirja. Talentum. Helsinki 2014. (Myrsky ja Rabinä 2014)

Määttä, Kalle: Verolakien tulkita. Edita Publishing Oy, Porvoo 2014. (Määttä 2014)

Niskakangas, Heikki: Veropolitiikka. WSOYpro. Helsinki, 2011. (Niskakangas 2011)

Nykänen, Pekka – Rabinä, Timo: Yksityishenkilöiden luovutusvoittojen verotus. Talentum. Helsinki, 2006. (Nykänen ja Rabinä 2006)

OECD: G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris 2015. (OECD 2015)

OECD: G20/OECD: Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 – 22.12.2016 Update (2016). (OECD 2016)

OECD: Fundamental Reform of Corporate Income Tax, OECD Tax Policy Studies, No. 16, OECD Publishing, Paris 2007. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264038127-en>. (OECD 2007)

Oksaharju, Jukka: Hyvästä yhtiöstä hyvään sijoitukseen. Oksaharju Capital Oy. Vantaa, 2012. (Oksaharju 2012)

Ossa, Jaakko: Tuloverolaki käytännössä. E-kirja. Talentum. 2013. (Ossa 2013)

Pinto, E. Jerald – Henry, Elaine – Robinson, R. Thomas – Stowe, D. John: Equity Asset Valuation. 2. Edition. John Wiley & Sons, Inc. 2010. (Pinto – et al. 2010)

Titman, Sheridan – Martin, D. John: Valuation: The Art & Science of Corporate Investment Decisions. Pearson, Addison Wesley. 2008. s.121 (Titman ja Martin 2008)

Tikka, Kari S.: Vuositulos ja verotettava tulo. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. B-Sarja. N:o 171. Helsinki, 1975. (Tikka 1975)

Torkkeli, Anu: Structuring Corporate Capital Gains Tax System in the European Union: A Comparative Finnish Perspective. Publications of the Hanken School of Economics. Nr 296. Helsinki, 2016. (Torkkeli 2016)

Uusitalo, Hannu: Tiede, tutkimus ja tutkielma: Johdatus tutkielman maailmaan. WSOY, 1991. (Uusitalo 1991)

Harju, Jaakko – Kari, Seppo – Koivisto, Aliisa – Kuusi, Tero – Matikka, Tuomas – Määttänen, Niku – Ropponen, Olli – Rouvinen, Petri -Valkonen, Tarmo: Yritysverotus, investoinnit ja tuottavuus. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta. 01/2017. (Harju – et al. 2017)

Vartiainen, Juhana – Kari, Seppo – Rauhanen, Timo - Eerola, Essi – Kosonen, Tuomas – Lyytikäinen, Teemu – Saarimaa, Tuukka: Hyvän veropolitiikan periaatteet. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus. VATT Analyysi, julkaisut 63. Toimittanut: Helinä Hirvikorpi. Edita Prima Oy, Helsinki. 06/2013. (Vartiainen – et al. 2013)

Voipio Jaakko: Elinkeinoverolain tausta, synty ja kehittyminen. Suomen Lakimiesliiton Kirjasarja N:o 58. Helsinki 1979. (Voipio 1979)

Wahlroos, Björn: Markkinat ja demokratia. Kustannusosakeyhtiö Otava. Keuruu, 2012. (Wahlroos 2012)

Wuolijoki, Sakari – Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Talentum. Helsinki, 2013. (Wuolijoki ja Hemmo 2013)

Artikkelit ja muut lähteet

Aktiespare.dk: Kotisivu. Luettavissa: <http://aktiesparekonto.dk> Luettu 04/2018. (Aktiespare.dk 2018)

Allen E. David – Soucik Viktor: Long Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings: Fact or Illusion? 1999. Luettavissa: https://www.mssanz.org.au/modsim05/papers/allen_1.pdf (Allen ja Soucik 1999)

Arvopaperi: Vain sinä maksat osinkoveroa. 14.3.2017 (Arvopaperi 2017)

Brau, C. James – Li, Mingsheng – Shi, Jing: Do secondary shares in the IPO process have a negative effect on aftermarket performance? Journal of Banking / Finance 31. 2007. (Brau, Li ja Shi 2007)

Dagens Industri: Regeringen vill sänka bolagsskatten. Linda Öhrn. 21.3.2018. (Dagens Industri 2018)

Damodaran Aswath: 2018. Kotisivu. Jatkuva täydentyvä. Luettavissa: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Luettu: 03/2018. (Damodaran 2018)

Deloitte: International Tax: Denmark Highlights 2018. (Deloitte 2018a)

Deloitte: International Tax: Estonia Highlights 2018. (Deloitte 2018b)

Deloitte: International Tax: Norway Highlights 2018. (Deloitte 2018c)

Deloitte: International Tax: Norway Highlights 2018. (Deloitte 2018d)

Deloitte: Kotisivu. Corporate Tax Rates 2018. Luettavissa: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-corporate-tax-rates.pdf> Luettu 04/2018. (Deloitte 2018e)

Elo, Henri: Suomi tarvitsee osakesäästötilit. Kauppalehti, Blogit. 25.9.2017. Luettavissa: <https://blog.kauppalehti.fi/80-plus-paivassa-osakesijoittajaksi/suomi-tarvitsee-osakesaastotilit> (Elo, 2017)

Fama, F. Eugene – French, R. Kenneth: Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 1. (Spring, 2002). (Fama ja French 2002)

Finans.dk: Danskerne får en skrabet aktiesparekonto med 17 pct. skat. 12.11.2017. (Finans 2017)

Finanssivalvonta: Kotisivu, Finanssiasiakas – Asiakkaansuoja – Korvausrahastot – Sijoittajien korvausrahasto. Luettavissa: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Asiakkaansuoja/Korvausrahastot/Sijoittajien_korvausrahasto/Pages/Default.aspx .Luettu 04/2018 (Finanssivalvonta 2018a)

Finanssivalvonta: Kotisivu, Finanssiasiakas - Finanssialan tuotteita - Sijoittaminen. Luettavissa: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Pages/Default.aspx> Luettu 05/2018. (Finanssivalvonta 2018b)

Friedman Milton: The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. Sep 13. 1970. The New York Times Magazine. (Friedman 1970)

Forbes – Owen, Brett: The Best And Worst High-Yield Dividend Aristocrats. 16.12.2017 (Owen 2017)

Graham, R. John: Taxes and Corporate Finance: A review. 07/2001 (Graham 2001)

Grinblatt, Mark – Keloharju, Matti: Tax-loss trading and wash sales. Journal of Financial Economics. 71. (2004) (Grinblatt ja Keloharju 2004)

Grinblatt, Mark – Keloharju, Matti: What Makes Investors Trade? The Journal of Finance. VOL. LVI. NO. 2. APRIL 2001. (Grinblatt ja Keloharju 2001)

Helsingin Sanomat: Mitä Panaman paperit kertovat? HS:n kooste tiivistää maailman suurimman tietovuodon keskeiset uutiset. 4.4.2016 (Helsingin Sanomat 2016)

Holma, Katariina – Hyytinen, Heidi: Filosofian ja empirian dialogi: normatiiviset ja deskriptiiviset ulottuvuudet kasvatustutkimuksessa. Suomen kasvatustieteellinen aikakausikirja 46. 2015. (Holma ja Hyytinen 2015)

Ilta-Sanomat: Tästä on kyse Sipilän kohusopimuksessa. 17.6.2016 (Ilta-Sanomat 2016)

Ilta-Sanomat: Orpo: Sijoitusmuotojen verokohtelua selvittävän työryhmän tulokset keväällä 29.11.2017. (Ilta-Sanomat 2017)

Jensen, C. Michael – Meckling, H. William: Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal Of Financial Economics, Oct. 1976. V.3 No. 4. (Jensen ja Meckling 1976)

Kauppalehti: Osakesijoittajien toive hallituksen budjettiriiheen: pienten osinkojen verovapaus 26.8.2017 (Kauppalehti 2017)

KPMG: Norway Income Tax. 2018. Luettavissa: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2011/12/norway-income-tax.html> (KPMG 2018a)

KPMG: Denmark-Income Tax. 2018. Luettavissa: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2011/12/Denmark-income-tax.html> (KPMG 2018b)

Lee, Immoo – Lockhead, Scott – Ritter, Jay: The Costs of Raising Capital. The Journal of Financial Research. 1996. (Lee, Lockhead ja Ritter 1996)

Modigliani, Franco – Miller, H. Merton: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun. 1958). (Modigliani ja Miller 1958)

Myers, C. Stewart – Majluf, S. Nicholas: Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13. (1984) North-Holland. (Myers ja Majluf 1984)

Nordea: Savings, Investments, Pensions: Investment account. Luettavissa: <http://alt.nordea.com/private+customers/savings+investments+pensions/investments/investment+account/57157.html>. Luettu 04/2018. (Nordea 2018)

OECD: OECD Tax Database – C. Corporate and capital income taxes - Table II.1. Statutory corporate income tax rate. Luettavissa: http://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=TABLE_III Luettu 04/2018. (OECD 2018)

PWC: KKO:n uusi linjanveto vähemmistöosinkoa koskevassa asiassa. 8.4.2016. (PWC 2016)

Regeringen.dk: Regeringen vil indføre aktiesparekonto 24.8.2017. (Regeringen 2017a)

Regeringen.dk: ERHVERVS -OG IVÆRKSÆTTERINITIATIVER. 12.11.2017. (Regeringen 2017b)

SEB: Home / Private / Savings and Investments / Investments / Investment account: Luettavissa: <https://www.seb.ee/eng/savings-and-investments/investments/investment-account#tax-liability> Luettu 04/2018. (SEB 2018)

Skatteetaten.no: Person - Taxes - Help to get the taxes right - Shares and securities - About shares and securities: Tax rules for gains/losses from realisations and share dividends Luettavissa: <https://www.skatteetaten.no/en/person/taxes/get-the-taxes-right/shares-and-securities/about-shares-and-securities/tax-rules-for-gainslosses-from-realisations-and-share-dividends/> Luettu 04/2018. (Skatteetaten 2018a)

Skatteetaten.no: Person - Taxes - Help to get the taxes right - Shares and securities - About shares and securities: The shareholder model. Luettavissa: <https://www.skatteetaten.no/en/person/taxes/get-the-taxes-right/shares-and-securities/about-shares-and-securities/the-shareholder-model/> Luettu 04/2018. (Skatteetaten 2018b)

Skatteetaten.no: Person – Taxes - Help to get the taxes right - Shares and securities - About shares and securities. Luettavissa: <https://www.skatteetaten.no/en/person/taxes/get-the-taxes-right/shares-and-securities/about-shares-and-securities/share-savings-account-ask/> .Luettu 04/2018. (Skatteetaten 2018c)

Skatteverket.se: Privat - Skatter – Värdepapper - Investeringsparkonto (ISK). Luettavissa: <https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/investeringsparkontoisk.4.5fc8c94513259a4ba1d800037851.html?q=ISK>. Luettu 04/2018. (Skatteverket 2018)

Suomen Pankki: Suomen valtion viitelainojen korot. Jatkuvasti päivittyvä. Luettavissa: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/arvopaperitilastot/kuviot/arvopaperit-kuviot-fi/viitelainojen_korot_fi/. Luettu: 03/2018. (Suomen Pankki 2018)

Suomen Yrittäjät Ry: Kotisivu. Jatkuvasti täydentyvä: Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä nykysääntelyyn. Luettavissa: <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/verot-ja-rahast/verotus/argumenttipankki-verouudistukseen/yhtioveron>. Luettu 03/2018. (Suomen Yrittäjät Ry 2018)

Talouselämä: Maistuisiko kolmen prosentin osinkovero? 3.4.2013 (Talouselämä 2013)

Tilastokeskus: Veronalaiset tulot 2016. Tulot ja kulutus 2017. Luettavissa: https://tilastokeskus.fi/til/tvt/2016/tvt_2016_2017-12-19_fi.pdf Luettu: 04/2016. (Tilastokeskus 2017)

Torkkeli, Anu – Kukkonen, Matti: Reforming capital gains taxation of intercorporate share realizations: a law and economics approach from a Nordic perspective. Nordic Tax J. 2017; 1:47-58. 03/2017. (Torkkeli ja Kukkonen 2017)

Valtioneuvoston kanslia: Ratkaisujen Suomi, Pääministeri Juha Sipilän hallituksen strateginen ohjelma / Liite 1. Hallituksen veropoliittinen linjaus, 29.5.2015. (Valtioneuvoston kanslia 2015)

Valtiovarainministeriö: Valtion talousarvioesitys: Luettavissa: <http://budjetti.vm.fi/indox/index.jsp> Luettu: 04/2018. (Valtiovarainministeriö 2018a)

Valtiovarainministeriö: Eri sijoitusmuotojen verokohtelu. Työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisu 14/2018. (Valtiovarainministeriö 2018b)

Valtiovarainministeriö: Eri sijoitusmuotojen verokohtelua arvioivan työryhmän asettamispäätös 2.6.2017 (Valtiovarainministeriö, 2017b)

Valtiovarainministeriö: Yritysverotuksen asiantuntijatyöryhmän raportti. Valtiovarainministeriön julkaisu. 12/2017. (Valtiovarainministeriö, 2017a)

Verohallinto: Sijoitusrahastosta saatavien tulojen verotus. Luettavissa: https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48925/sijoitusrahastosta_saatavien_tulojen_ve/ Luettu: 05/2018. (Verohallinto 2015)

Verohallinto: Omaisuuden luovutusvoitot ja -tappiot luonnollisen henkilön tuloverotuksessa. Luettavissa:https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48935/omaisuuden_luovutusvoitot_ja_tappiot_lu4/ Luettu 05/2018. (Verohallinto 2016a)

Verohallinto: Kapitalisaatiosopimuksen verotus. Luettavissa: https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48548/kapitalisaatiosopimuksen_verotu2/ Luettu: 04/2018. (Verohallinto 2016b)

Verohallinto: Osinkotulojen verotus: Luettavissa: <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47901/osinkotulojen-verotus/#2.21-osinkotulosta-teht%C3%A4vist%C3%A4-verov%C3%A4hennyksist%C3%A4> Luettu: 05/2018. (Verohallinto 2017)

Verohallinto: Verohallinnon ohjeet: Ulkomailta saadut osingot ja arvopaperien luovutusvoitot. Luettavissa:https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/verokortti-ja-veroilmoitus/ulkomailta_suomeen/ulkomailta_saadut_osingot_ja_arvopaperi/ Luettu 05/2018. (Verohallinto 2018a)

Verohallinto: Verohallinnon ohjeet: Osingot listaamattomasta yhtiöstä. Luettavissa: https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osakkeet_ja_osingot/osingot_listaa_mattomasta_yhtiost/ . Luettu 04/2018. (Verohallinto 2018b)

Yleisradio: Panaman papereita seuraa uusi jättipaljastus: Paratiisin paperit. 5.11.2017 (Yleisradio 2017)

Yleisradio: Talvivaaran osakeannin merkintähinta on 0,16 euroa. 8.3.2013. (Yleisradio 2013)

Direktiivit, lait ja asetukset, sekä hallituksen esitykset

Direktiivi (EU) 2016/1164

HE 194/2013

HE 185/2013

HE 122/2014

HE 31/2015

Laki rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta (11.8.1978/627)

Laki verotusmenettelystä (18.12.1995/1558)

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Tuloverolaki (30.12.1992/1535)

Simulaatio

Kasvu, josta:

Osake

Osinko

*Vero2 = verot, jos koko sijoitus realisoidaan vuoden 6. ensimmäisenä päivänä

Realisointi 70% pääomasta

Myynti vuoden 5 joulukuuta

7 %

4 %

3 %

70 %

70 %

Vuosi

0

1

2

3

4

5

6

Verotusmenetelmät

Pääoman verotus

1,49 %

Päämanvero

30 %

Ruotsi

Lopullinen arvo v.5€

Lopullinen tuotto

Verot disk. 3%

Vero2 disk. 3%

6 700

7169

32

7637

34,14

8135

36,36

8665

38,73

9230

41,26

6461

0

6461

Omistajan arvo, jos realisoit

2769

0 Luovutusvero

RRÄ-vähennys 0,40 %

Päämanvero (23%*1,33) 30,6 %

Norja

Osinko

RRÄ vähennys

Pääoma veron jälkeen

Hankintameno

Lopullinen arvo v.5€

Lopullinen tuotto

Verot disk. 3%

Vero2 disk. 3%

6700

6968

53

7401

55

7858

58

8342

62

8857

73

6375

0

6375

2659

1443

Omistajan arvo, jos realisoit

2287

372 Luovutusvero

Tuoton verosta

17 %

Tanska

Vuosituotto

Pääoma veron jälkeen

Lopullinen arvo v.5€

Lopullinen tuotto

Verot disk. 3%

Vero2 disk. 3%

6700

7169

80

7386

84

8026

89

8493

94

8886

100

6220

0

6220

2666

1278

Omistajan arvo, jos realisoit

2666

0 Luovutusvero

Kiinteä veroaste

20 %

Viro

Osinko

Pääoma yhteensä

Hankintameno

Lopullinen arvo v.5€

Lopullinen tuotto

Verot disk. 3%

Vero2 disk. 3%

6700

6968

7456

7978

8536

9134

6578

0

6578

2819

1278

Omistajan arvo, jos realisoit

2511

308 Luovutusvero

Osingot verollisia 85 %

Osingot eläkkeellinen 25,5 %

Päämanvero

30 %

Suomi

Osinko

Pääoma veron jälkeen

Hankintameno

Lopullinen arvo v.5€

Lopullinen tuotto

Verot disk. 3%

Vero2 disk. 3%

6700

6968

51

7402

54

7864

58

8354

61

8875

65

6346

497

5849

2720

2010

Omistajan arvo, jos realisoit

2307

213 Luovutusvero

Liitteet

Liite 1. Simulaatio

	Ruotsi	Norja	Tanska	Viro	Suomi
Omistuksen arvo	9 230	8662	8886	9089	8356
Pääoman kasvu v. 1-5 yht.	37,8 %	29,3 %	32,6 %	35,7 %	24,7 %
Kannetut verot, vuonna 0	167	274	409	0	694
Kannetut verot koko sijoituksen realisoinnin jälkeen	167	595	409	266	877
Puhdas jäljellä oleva pääoma v. 6	2769	2287	2666	2511	2507
Nostettu pääoma verojen jälkeen	6461	6375	6220	6578	5849
Omistuksen arvo vuonna 0 disk. 3%	7962	7472	7665	7840	7208
Diskontatut arvot (Omistus+Verot) yhteensä 3%	8129	8067	8074	8106	8085
Disk verot 10%	137	455	336	191	350
Disk arvo 10%	5731	5378	5518	5643	5189
Disk. 10% yhteensä	5868	5834	5853	5835	5538

Liite 2. Grafiikoissa käytetyt numerot.

Ruotsi	
Nimi:	Investeringsparkonto, ISK (2012)
Sijoitustuotteet:	Laajat
Verotus sisällä:	Pääomaan kohdistuva, 1% + valtionlainan korko, kuitenkin vähintään 1,25%. Vuonna 2018, 1,49% * Pääomaverot 30% = 0,447%
Osingot:	verovapaa
Luovutusvoitot:	verovapaa
Verotus ulos:	verovapaa
Muut säännökset:	Palveluntarjoaja voi rajoittaa sijoitustuotteita (e. johdannaiset)

Liite 3. Taulukko 1. Ruotsin sijoitussäästötili

Norja	
Nimi:	Aksjesparekonto, ASK (2017)
Sijoitustuotteet:	Osakkeet, rahastot, käteinen
Verotus sisällä:	RRA-vähennys hankintamenoille
Osingot:	RRA-vähennyksen jälkeen verotus 30,6%
Luovutusvoitot:	Verovapaa
Verotus ulos:	Hankintamenot ylittävältä osuudelta vuonna 2018, $1,33 \cdot 23\% = 30,6\%$
Muut säännökset	Osingot kasvattaa hankintamenoa, siirtymäajalla aiempien osakkeiden siirto tilille verovapaasti (2018 loppuun asti)

Liite 4. Taulukko 2. Norjan osakesäästötili.

Tanska	
Nimi:	Aktiesparekonto, ASK (2019)
Sijoitustuotteet:	Avoinna, todennäköisesti ainakin: osakkeet, rahastot, käteinen
Verotus sisällä:	Vuonna 2018, 17% vuotuisesta tuotosta, esim. osingot, että arvonnousut
Osingot:	Ei välitöntä verotusta, vuoden lopussa 17% mikäli tilin vuosituotto positiivinen
Luovutusvoitot:	Verovuoden ollessa käynnissä ei välitöntä veroseuraamusta, vuoden lopussa tuottoon kohdistuva 17% (myös realisoimattomat)
Verotus ulos:	Verovapaa
Muut säännökset	Mahdolliset tappiot vähennyskelpoisia, siirtyvät seuraavalle vuodelle. Rajoitus 50 000 DKK / vuosi, max. 200 000 DKK

Liite 5. Taulukko 3. Tanskan osakesäästötili

Viro	
Nimi:	Investeerimiskonto (2011)
Sijoitustuotteet:	Osakkeet, rahastot, johdannaiset, lyhyt aik. bondit, sijoitussidonnaiset henkivakuutukset
Verotus sisällä:	Neutraali
Osingot:	Ei välitöntä verotusta
Luovutusvoitot:	Ei välitöntä verotusta
Verotus ulos:	Hankintamenon ylittävältä osuudelta 20%
Muut säännökset:	Tilille kertyvä tuotto josta maksettu verot (e. osingot) kasvattavat hankintamenoa

Liite 6. Taulukko 4. Viron sijoitussäästötili.

Verokannat vertailumaissa 2018					
	Suomi	Ruotsi	Norja	Tanska	Viro
Yritystaso					
Yhteisöverokanta	20 %	22 %	23 %	22 %	14%/20%
Veropohja	Nettotulo	Nettotulo	Nettotulo	Nettotulo	Voitonjako
Tappion tasaus (vuotta)	10	Ikuinen	Ikuinen	Ikuinen	ei
Henkilötaso (kevennys osingot)	85 %		RRA * HH		
Luovutusvoittojen verokanta	30%/34%	30 %	23% * 1,33	27%/42%	20 %
Osinkojen henkilöverotuksen aste	25,5%/28,9%	30 %	23% * 1,33	27%/42%	0%/7%

Liite 7. Taulukko 5. Veroasteet, julkiset listatut osakeyhtiöt ja luonnolliset henkilöt²⁵⁰

²⁵⁰ OECD (2018), Deloitte (2018e), Kari ja Ropponen (2016a) s.11

2018	Ruotsi	Norja	Tanska	Viro
Käytössä	2012	2017	2019	2011
Sijoitustuotteet:	Laajempi	Osakkeet, rahastot, käteinen	Osakkeet, rahastot, käteinen*	Laajempi
Verotus sisällä:	Kohdistuu pääomaan 0,447%	RRA vähennyksen jälkeen osingot	Kohdistuu tuottoon 17%	Ei henkilötasolla
Osingot:	Verovapaa	30,60 %	Ei välitön (17%)	Verovapaa
Luovutusvoitot:	Verovapaa	Verovapaa	Myös realisoimattomat (17%)	Verovapaa
Verotus ulos:	Verovapaa	Hankintamenon ylittävältä 30,6%	Verovapaa	Hankintamenon ylittävältä 20%
Tappiot:	Ei vähennyskelpoinen	Ei vähennyskelpoinen, ennen tilin sulkemista	Siirtyvät seuraavalle vuodelle	Ei vähennyskelpoinen
Muuta:	Verotus kohdistuu normaalituottoon	Siirtymäsäännös 2018 loppuun asti Osingot kasvattavat hankintamenoa	Tiukahkot rajoitukset pääoman määrille. Tuotteet avoinna.	Neutraali Vuoden 2019 verouudistus

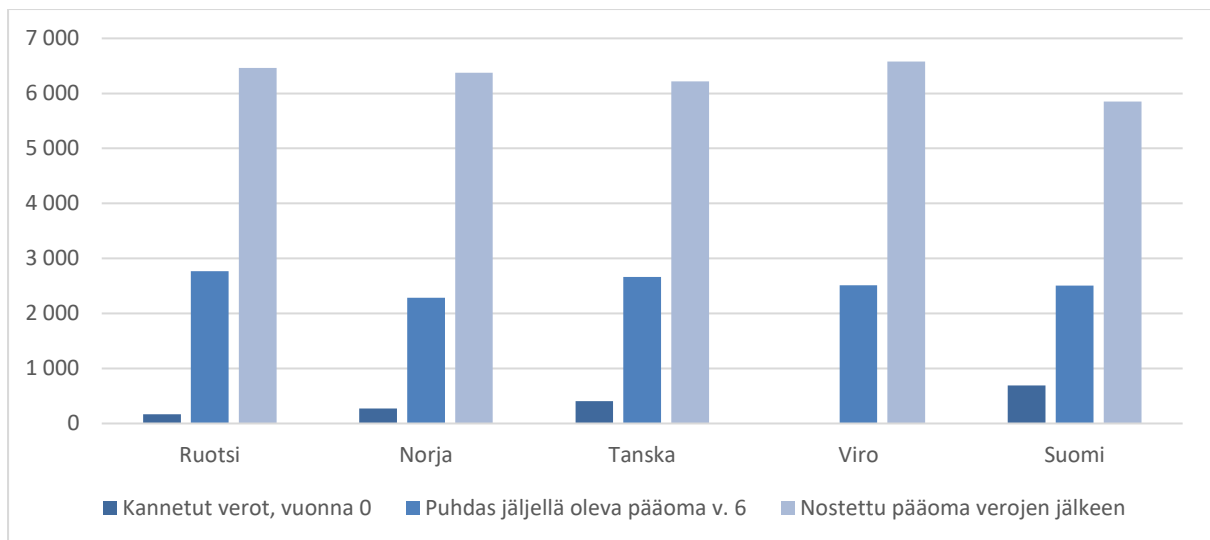
Liite 8. Taulukko 6. Vertailumaiden sijoitussäästötilit. *Avoimna 04/2018.

Suomi malli 1	
Nimi:	Osakesäästötili / Sijoitussäästötili
Sijoitustuotteet:	Laajat
Verotus sisällä:	Neutraali
Osingot:	Ei välitöntä verotusta
Luovutusvoitot:	Ei välitöntä verotusta
Verotus ulos:	Hankintamenon ylittävältä osuudelta pääomavero 30%
Muut säännökset:	Tilille kertyvä tuotto josta maksettu verot (e. ulkomaiset osingot) kasvattavat hankintamenoa

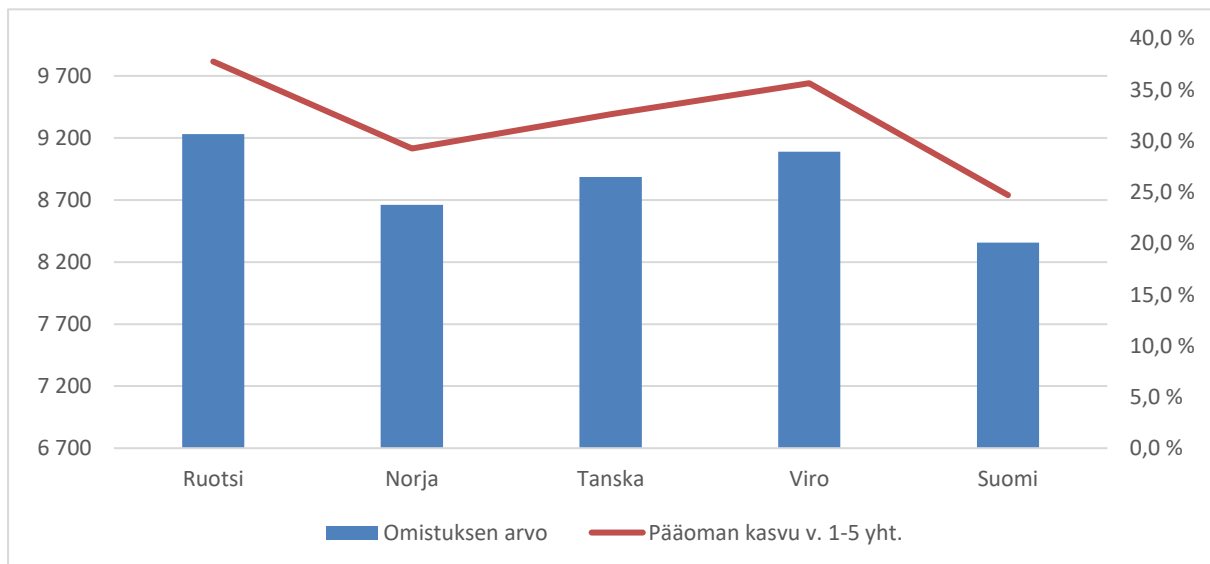
Liite 9. Taulukko 7. Ehdotus Suomen malliksi 1.

Suomi malli 2	
Nimi:	Osakesäästötili / Sijoitussäästötili
Sijoitustuotteet:	Laajat
Verotus sisällä:	300€ vuosittainen huojennus ja RRA-vähennys kasvattavat hankintamenoa
Osingot:	Ei välitöntä verotusta
Luovutusvoitot:	Ei välitöntä verotusta
Verotus ulos:	Hankintamenon ylittävältä osuudelta pääomavero 30%
Muut säännökset:	Tilille kertyvä tuotto josta maksettu verot (e. ulkomaiset osingot) kasvattavat hankintamenoa

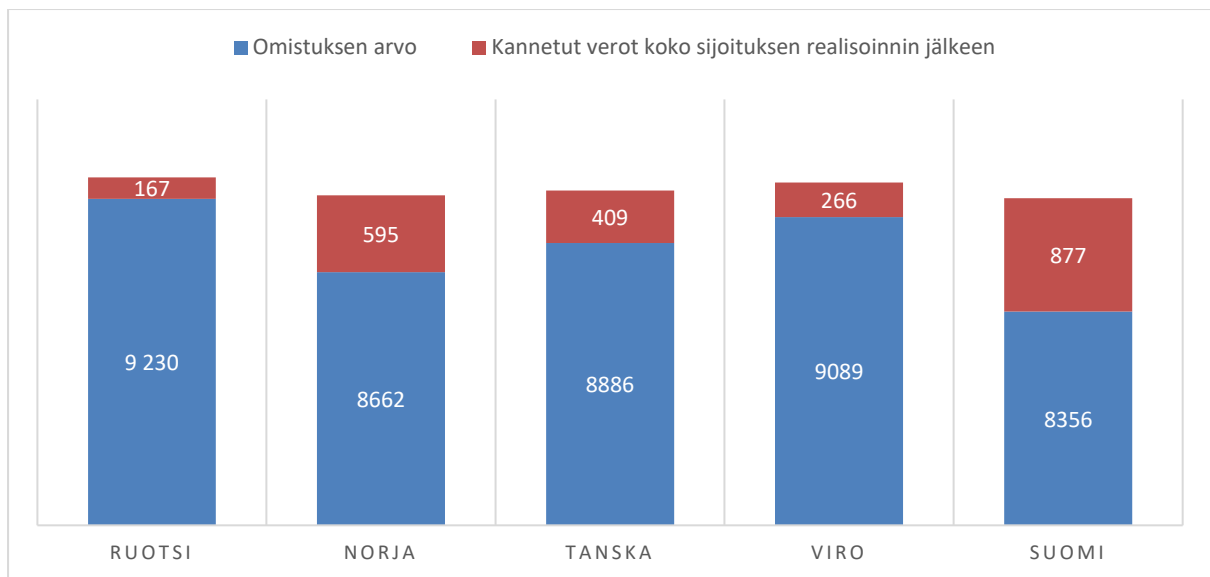
Liite 10. Taulukko 8. Ehdotus Suomen malliksi 2.



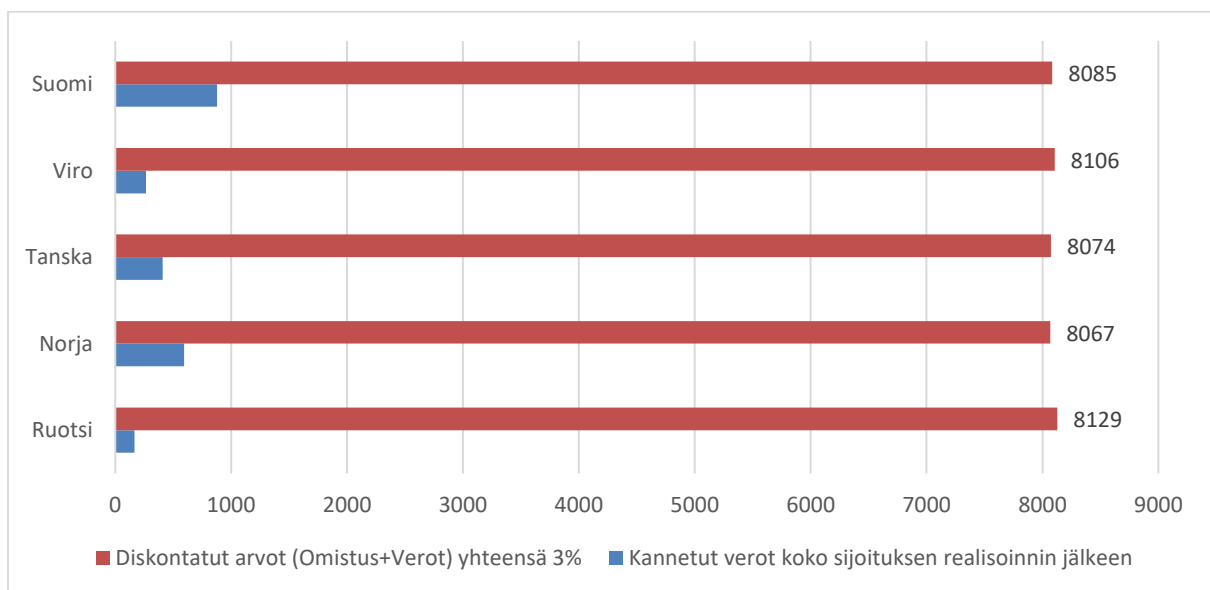
Liite 11. Grafiikka 1. Tilanne viidennen vuoden realisoinnin jälkeen.



Liite 12. Grafiikka 2. Omistuksen arvo vuoden 6. ensimmäisenä päivänä ja sijoittajan tuotto



Liite 13. Grafiikka 3. Sijoittajan omistuksen arvo 6. vuoden realisoinnin jälkeen ja kannetut verot



Liite 14. Grafiikka 4. Sijoittajalle kuuluva pääoma ja maksetut verot yhdessä.